



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 11/2013**

Reg. Col. n.º 9564/2015

**Acusados:** Geração Futuro Corretora de Valores S.A.  
Mauro César Medeiros de Mello

**Assunto:** Apurar eventuais irregularidades na gestão e administração de clubes de investimento.

**Diretor-Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

**RELATÓRIO**

**I. OBJETO**

1. Este Processo Administrativo Sancionador foi instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS”) e pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) para apurar eventuais irregularidades na gestão e administração de clubes de investimento.

2. A Geração Futuro Corretora de Valores S.A. (“Geração Futuro”) é acusada de violar o artigo 16, inciso VI, da Instrução CVM nº 306/1999<sup>1</sup>; o artigo 16, inciso VII c/c artigo 14, inciso II, da Instrução CVM 306/1999<sup>2</sup>, e, em conjunto com o seu diretor,

---

<sup>1</sup> Art. 16. É vedado ao administrador de carteira: (...) VI - promover negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra, com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros;

<sup>2</sup> Art. 16. É vedado ao administrador de carteira: (...) VII - negligenciar, em qualquer circunstância, a defesa dos direitos e interesses do titular da carteira, ou omitir-se em relação à mesma;



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Mauro César Medeiros de Mello (“Mauro de Mello” e, em conjunto com Geração Futuro, os “Acusados”), acusada de violar os artigos 4º, inciso III, 7º e 9º, da Instrução CVM nº 40/1984<sup>3</sup>.

3. Em resumo, as acusações formuladas contra Geração Futuro se referem (i) à prática de negociação excessiva de ativos de clubes de investimento administrados e geridos pela Geração Futuro; (ii) à alegada negligência na defesa dos direitos e interesses de alguns dos clubes de investimento administrados que não tinham descontos nas taxas de corretagem pagas a Geração Futuro enquanto corretora; e (iii) à inobservância de certos limites e falhas na divulgação de informações exigidos nos normativos editados pela CVM.

4. A acusação inclui, ainda, imputações contra Eagle Capital Ltda. (“Eagle Capital”) e Ivany Yara de Medeiros (“Ivany de Medeiros”). A referida gestora e sua diretora são acusadas de violação ao artigo 14, incisos IV e VII, da Instrução CVM nº 306/1999, em função de alegada retenção, pela Eagle Capital, de rebates de corretagem que deveriam ter sido repassados aos clubes cuja carteira ela geria.

5. Essas acusações não serão analisadas nesse julgamento, dado que, em 22.12.2017, Eagle Capital e Ivany de Medeiros apresentaram proposta de termo de

---

Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: (...)II - empregar, no exercício de sua atividade, 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 de seus clientes, 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 gestão;

<sup>3</sup> Artigo 4º. O estatuto do Clube de Investimento deverá dispor sobre as seguintes matérias: (...) III - taxa de administração, se houver; sua base de cálculo e a forma de remuneração do administrador da carteira, se for o caso.

Artigo 7º. Cada condômino não poderá ser titular de mais de 40% (quarenta por cento) do total das cotas.

Artigo 9º. O número de condôminos por Clube de Investimento será de, no máximo, 150 (cento e cinquenta) pessoas.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

compromisso. Nos termos do artigo 14, § 2º, da Deliberação CVM nº 538/2008<sup>4</sup>, referida proposta será apreciada em processo apartado (Processo SEI nº 19957.000701/2018-13), onde também será apurada a responsabilidade de Eagle Capital e Ivany de Medeiros caso, ao final, a CVM decida não celebrar termo de compromisso. Ressalto que, nos termos do artigo 2º, inciso IV, da Lei nº 9.873/1999, “interrompe-se a prescrição da ação punitiva (...) por qualquer ato inequívoco que importe em manifestação expressa de tentativa de solução conciliatória no âmbito interno da administração pública federal”.

## II. ORIGEM

6. Este processo teve origem em investigação realizada pela Gerência de Acompanhamento de Investidores Institucionais 2 (“GII-2”) que, em seu acompanhamento regular do mercado, identificou indícios de que um agente autônomo de investimento estaria gerindo ativos de determinado clube de investimento administrado pela Geração Futuro.

7. Dessa forma, em 22.12.2006, a GII-2 elaborou a Solicitação de Inspeção CVM/SIN/GII/Nº22/06<sup>5</sup>, com o objetivo de apurar eventual gestão irregular de recursos dos clubes de investimento administrados pela Geração Futuro por pessoas não credenciadas perante a CVM.

8. Ao longo do procedimento de inspeção, a Superintendência de Fiscalização Externa (“SFI”) realizou diligências para apurar os fatos, entre os quais intimações em 07.11.2007<sup>6</sup> e 08.02.2008<sup>7</sup> para fornecimento de cópias de documentos referentes a

---

<sup>4</sup> Art. 14. Omissis. §2º Caso somente parte dos acusados apresente proposta de Termo de Compromisso, ela será apreciada em processo apartado do Processo Administrativo Sancionador, o qual prosseguirá com relação aos demais acusados.

<sup>5</sup> Fl. 41.

<sup>6</sup> O Termo de Intimação CVM/SFI/GFE-5/Nº17/07 (fls. 55/56) tratou de fornecimento de cópias de diversos documentos tais como: estatuto social, balanço patrimonial de clubes de investimento, contratos



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

diversos clubes de investimento administrados por Geração Futuro. Em 28.11.2008, a SFI emitiu o Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-1/Nº06/2008, que versou, entre outros assuntos, sobre gestão de clube de investimentos por pessoa não autorizada à atividade (agentes autônomos de investimento), sobre prática de negociação excessiva (internacionalmente conhecida como “*churning*”) em detrimento dos clubes avaliados<sup>8</sup>, e sobre o fato de Eagle Capital ter recebido irregularmente 50% (cinquenta por cento) da taxa de corretagem incidente sobre as operações realizadas pelos clubes de investimento PJ Monet e Cézanne.

9. A partir dessa análise, em 04.03.2013, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”) propôs a instauração de Inquérito Administrativo, por julgar necessária a realização de procedimentos adicionais de apuração das possíveis irregularidades.

10. Em 17.05.2013, o Superintendente Geral (“SGE”) determinou a instauração de Inquérito Administrativo e a remessa dos autos para a SPS.

### III. ACUSAÇÃO

11. Em sua investigação, a SPS apurou eventuais irregularidades relacionadas (i) à atuação irregular de agentes autônomos como gestores de clubes de investimento; (ii) à prática de negociação excessiva de ativos de clubes de investimento administrados e geridos pela Geração Futuro; (iii) à negligência na defesa dos direitos e interesses dos

---

de prestação de serviços firmados entre a administradora e gestores de carteira de investimento dos clubes, e razão analítico das receitas auferidas pela corretora em virtude da administração dos clubes.

<sup>7</sup> O Termo de intimação CVM/SFI/GFE-5/Nº01/08 (fls. 2.443/2.444) tratou de fornecimento de cópias de diversos documentos tais como: termo de constituição de clubes de investimento, atas de assembleias realizadas pelos clubes, e notas fiscais e RPA dos pagamentos realizados pela Geração Futuro a agentes autônomos de investimento.

<sup>8</sup> Fls. 10/40. Segundo o item 40 do Relatório: “ao ser remunerado desta forma, o agente responsável pela gestão dos ativos do clube ensinaria eventual giro excessivo da carteira do mesmo com intuito de gerar receitas para si próprio”.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

clubes de investimento, ao não negociar o desconto nas taxas de corretagem geradas pelas operações realizadas por esses clubes administrados pela Geração Futuro; (iv) a outras irregularidades na administração e gestão de clubes de investimentos pela Geração Futuro; e (v) à não devolução aos clubes dos descontos de rebates de corretagem por parte de Eagle Capital.

### **III.1. ATUAÇÃO IRREGULAR DE AGENTES AUTÔNOMOS COMO GESTORES DE CLUBES DE INVESTIMENTO**

12. Com relação ao primeiro conjunto de práticas supostamente irregulares, relacionadas à potencial atuação irregular de agentes autônomos como gestores de clubes de investimentos, a SPS entendeu não ter indícios suficientes para concluir pela efetiva atuação dos agentes autônomos na gestão do Clube Solaris ou dos Clubes da “Família Gol”<sup>9</sup>. Dessa forma, tal ilegalidade foi afastada por falta de elementos de autoria e materialidade.

### **III.2. NEGOCIAÇÃO EXCESSIVA**

13. No tocante à prática de negociação excessiva de ativos, a análise feita pela SPS abarcou 25 (vinte e cinco) clubes de investimento administrados pela Geração Futuro investigados no ano de 2007 e indicou uma alta probabilidade de ter ocorrido tal irregularidade em, ao menos, 13 (treze) deles (52%). Em função dos resultados obtidos nessa análise preliminar, a SPS decidiu ampliar a amostra analisada a todos os clubes de investimentos administrados pela Geração Futuro que possuíam patrimônio líquido superior a R\$ 1 milhão (um milhão de reais) em 31.12.2007 – total de 151 (cento e cinquenta e um) clubes.

---

<sup>9</sup> A acusação denominou como “Família Gol” o conjunto dos seguintes clubes de investimento: Gol Mina; Gol Vida; Gol Ideal; Gol Family; Gol Mil; Gol Acadêmico; Gol Igualdade; Gol Barriga Verde; Gol Meta; Gol Brasil; Gol Colina; Gol DOC; e Gol Sul.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

14. A análise da Acusação se baseou em três indicadores. Como ponto inicial, a área técnica analisou o comportamento das carteiras a partir de dois indicadores notoriamente utilizados para verificar a caracterização de giro excessivo de ativos de uma carteira de investimentos – a taxa de giro da carteira (*turnover ratio*, “TR”) e a razão custo sobre patrimônio (*cost/equity ratio*, “C/E”). Ambos os indicadores foram abordados em estudos elaborados pela BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (“BSM”) e pela Assessoria de Análise e Pesquisa (“ASA”) da CVM.

15. A acusação utiliza-se ainda de um terceiro método, que parte de uma análise qualitativa da gestão de uma carteira, analisando o TR e o C/E dos ativos mais negociados por cada um dos clubes. Tal análise foi baseada em outro estudo<sup>10</sup>, que sustenta que os índices de análise de giro de carteira devem ser calculados com base no valor médio dos valores mobiliários negociados e não no valor médio da carteira. A partir de tal análise, seria possível verificar negociações excessivas em relação a um (ou alguns) dos ativos da carteira, ainda que essa, na média, não apresente indicadores TR e C/E elevados.

16. A SPS se valeu das três metodologias acima referidas, aplicando-as às carteiras dos clubes de investimento administrados pela Geração Futuro. Em primeiro lugar, foi realizada análise com base no indicador TR dos indicados 151 (cento e cinquenta e um) clubes. A partir desse filtro, a área técnica identificou alta probabilidade de negociação excessiva em 15 (quinze) deles, pois apresentaram TR acima de 8 (oito) no período entre janeiro e outubro de 2007.

17. Em seguida, os clubes destacados pelo primeiro filtro foram submetidos à análise do C/E, conforme determina o estudo da BSM. Nesse exame, verificou-se que 14 (catorze) dos 16 (dezesseis) clubes com TR acima de 8 (oito) apresentaram C/E

---

<sup>10</sup> Estudo denominado “*Churning Revisited: Trading Costs and Control*”, disponível em <<http://www.slcg.com/pdf/workingpapers/Churning%20Revisited.PDF>> e acessado em 14.05.13.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

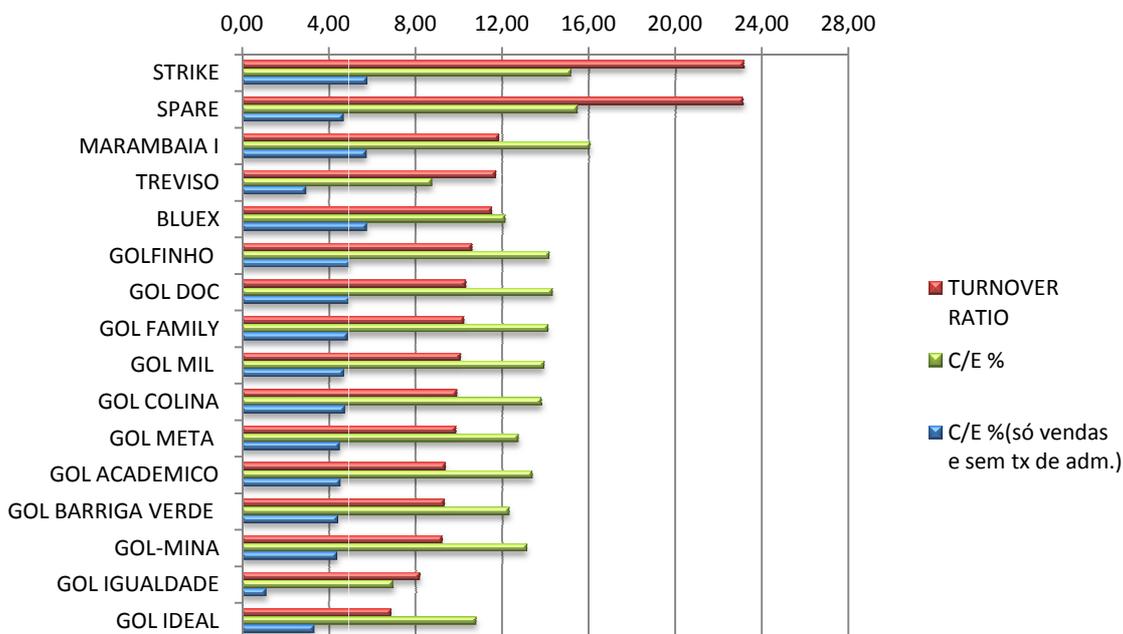
Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

acima de 4,1% (quatro vírgula um por cento), fato que, na visão da Acusação, corroboraria a alta probabilidade de ocorrência de negociação excessiva.

18. A Acusação excluiu 3 (três) clubes em razão de serem geridos por cotistas dos próprios clubes, que não recebiam remuneração. Outros 3 (três) clubes também foram excluídos em razão da incidência de prescrição, uma vez que tais veículos não haviam sido analisados nas primeiras diligências. Em contrapartida, a acusação incluiu também o clube Gol Ideal, que, embora tivesse um TR inferior a 8, possuía uma carteira praticamente idêntica e operava nos mesmos dias e em horários próximos aos demais clubes da “Família Gol”. Desta forma, a Acusação abarcou dez clubes de investimento, todos da “Família Gol”.

19. Os valores para os dez clubes da “Família Gol” variaram entre 1,15% e 4,95% e, na média, o valor de C/E foi de 4,14% no período. A tabela abaixo resume os indicadores TR e C/E dos clubes de investimento da Família Gol, bem como dos demais clubes que apresentaram TR acima de 8:





#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

20. Embora tenha considerado que os indicadores acima referidos já seriam conclusivos quanto à ocorrência de negociação excessiva de ativos nos 14 (catorze) clubes de investimento acima referidos, a SPS, por fim, realizou a análise qualitativa, de acordo com o terceiro método proposto. Nessa análise, a área técnica observou que pelo menos um ativo da carteira de cada um dos clubes foi negociado, isoladamente, em volume superior ao próprio patrimônio líquido do clube. Para a Acusação, esse seria mais um forte indício de que o propósito nessas negociações era apenas o de gerar receita de corretagem. A tabela constante do **Anexo 1** resume os principais dados obtidos pela SPS em sua última análise.

21. Adicionalmente, a Acusação afirma que a decisão de investimento dos referidos clubes, na maioria das vezes, obedecia a uma sistemática de comprar o ativo, vendê-lo poucos dias depois, recomprá-lo também após poucos dias e repetir tais passos sucessivamente, sem qualquer fundamentação econômica ou financeira minimamente plausível.

22. A área técnica acusou a Geração Futuro, na qualidade de administradora de carteira de títulos e valores mobiliários, de ter negociado excessivamente ativos que compunham a carteira dos Clubes de Investimento Gol Doc, Gol Family, Gol Mil, Gol Colina, Gol Meta, Gol Acadêmico, Gol Barriga Verde, Gol Mina, Gol Igualdade e Gol Ideal, com o propósito de gerar receita de corretagem, em detrimento dos interesses dos condôminos dos respectivos clubes, em infração à norma do artigo 16, inciso VI, da Instrução CVM nº 306/1999.

### **III.3. NEGLIGÊNCIA NA DEFESA DOS DIREITOS E INTERESSES DOS CLUBES DE INVESTIMENTO**

23. Em relação às taxas de corretagem cobradas dos diferentes clubes de investimento administrados pela Geração Futuro, a SPS averiguou que a maior parte dos clubes pagava taxa de corretagem no valor de 0,5% (meio por cento), mas que certos



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

clubes recebiam descontos que variavam entre 50% (cinquenta por cento) e 80% (oitenta por cento) desse valor. Após questionamento, a Geração Futuro afirmou que, em relação às taxas de corretagem cobradas dos clubes *“a regra era não conceder descontos, tendo em vista o baixo volume de operações realizado. Entretanto, em se tratando dos clubes exclusivos ou familiares, optou-se por conceder rebates”*.

24. A Acusação argumenta que a Geração Futuro, por acumular as funções de administradora dos clubes, gestora das carteiras desses veículos e de instituição intermediária das operações, tinha interesses distintos e contrapostos. Dessa forma, seria legítimo que a Companhia buscasse maximizar seus lucros enquanto instituição intermediária, mas não na qualidade de gestora da carteira dos clubes a ela vinculados.

25. Diante desses fatos, a SPS entendeu que a Geração Futuro, na qualidade de administradora de clubes de investimentos<sup>11</sup>, não teria sido diligente na defesa do interesse dos cotistas dos clubes de investimentos *“não exclusivos”* ou *“não familiares”*, na medida em que não empreendeu esforços para reduzir os custos de corretagem deles, em infração às disposições contidas no artigo 14, inciso II, c/c artigo 16, inciso VII, da Instrução CVM nº 306/1999.

#### **III.4. OUTRAS IRREGULARIDADES NA ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DE CLUBES DE INVESTIMENTOS PELA GERAÇÃO FUTURO**

26. A área técnica apontou também outras irregularidades na administração de clubes de investimentos pela Geração Futuro, quais sejam: (i) cotistas apresentaram percentual superior a 40% (quarenta por cento) do total de cotas do clube de investimentos, em infração ao artigo 7º da Instrução CVM nº 40/1984; (ii) o clube Programado III contou com 152 (cento e cinquenta e dois) cotistas em janeiro e fevereiro de 2007, acima do limite regulamentar de 150 (cento e cinquenta) cotistas, em

---

<sup>11</sup> Quais sejam: (i) Gol Mina; (ii) 5M; (iii) Marambaia I; (iv) Gol Doc; (v) Gol Colina; (vi) Golfinho; (vii) Gol Family; (viii) Gol Acadêmico; (ix) Gol Mil; (x) Gol Barriga Verde; e (xi) SM.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

infração ao artigo 9º da Instrução CVM nº 40/1984; e (iii) o estatuto social do clube de investimento Cézanne não informou acerca da remuneração pactuada entre a Geração Futuro e a Eagle Capital, gestora da carteira do fundo, embora existisse remuneração para o exercício de tal função, em infração ao artigo 4º, inciso III, da Instrução CVM nº 40/1984.

27. Dessa forma, a SPS acusou (i) Geração Futuro, na qualidade de administradora dos clubes de investimento Gol Mil, Gol Igualdade, Gol Brasil, Gol Vida, Programado III e Cézanne; e (ii) Mauro Mello, na qualidade de diretor responsável pela supervisão desses clubes, por não cumprirem as mencionadas normas.

#### **IV. DEFESA**

28. Em 12.01.2015, Geração Futuro e Mauro de Mello apresentaram defesa conjunta (fls. 4658-4717).

29. Preliminarmente, os Acusados apontam a ocorrência da prescrição da pretensão punitiva, conforme previsto no artigo 1º, caput, da Lei nº 9.873/1999, pois os fatos tidos como irregulares, ocorridos no ano de 2007, foram apurados tendo em vista eventual gestão irregular de clubes de investimento por agentes autônomos de investimento contratados pela Geração Futuro, condutas que, ao final das investigações, conclui-se não terem sido verificadas e que não consta dos autos qualquer ato investigativo passível de interromper a prescrição quinquenal com relação às imputações realizadas pela Acusação. Nesse sentido, argumentam que é imprescindível que o ato de apuração, para fins de interrupção da prescrição, tenha relação com os fatos supostamente ilícitos, não sendo possível a consideração de ato genérico.

30. Ainda sobre prescrição, os Acusados argumentam que para a configuração de um ato inequívoco de investigação deverá sempre ser garantido ao indiciado o conhecimento pessoal do objeto da investigação, de modo a se assegurar o acompanhamento do processo e o direito de defesa. No caso concreto, não teria ocorrido



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

qualquer das hipóteses capazes de interromper o prazo prescricional, visto que os Acusados não tomaram conhecimento dos fatos investigados.

31. Nesse sentido, a defesa pede o reconhecimento da prescrição quinquenal em relação aos fatos considerados irregulares pela Acusação, pois ocorreram em 2007, de modo que a pretensão punitiva da CVM teria se encerrado no ano de 2012.

32. Os Acusados afirmam também que não houve nenhum questionamento prévio ao oferecimento da acusação a respeito das irregularidades na administração de clubes de investimentos pela Geração Futuro relacionadas à Instrução CVM nº 40/1984 (item III.4, *supra*), em violação à norma do artigo 11 da Deliberação CVM nº 538/2008<sup>12</sup>.

33. No mérito, os Acusados alegam em relação à suposta prática de negociação excessiva que de acordo com a jurisprudência da CVM e com os próprios estudos utilizados pela Acusação, a mera identificação de TR superior a 8 (oito) não seria suficiente para caracterizar o ilícito, sendo imprescindível a sua corroboração por índices de C/E também elevados. Quanto a este último índice, os Acusados defendem que os estudos de BSM e ASA apresentam divergências significativas quanto aos parâmetros de identificação de custo excessivo. Sustentam também que, embora o estudo ASA tenha identificado que há uma probabilidade inferior a 2,5% de que fundos de investimento em ações apresentem C/E superior a 4,1% a.a. (quatro vírgula um por cento ao ano), em momento algum o estudo da ASA afirmou ser esse um parâmetro para identificação de prática de negociação excessiva.

34. Os Acusados afirmam que, seguindo os parâmetros adotados pelo estudo da BSM, os clubes da Família Gol teriam apresentado C/E de, no máximo 14% (quatorze

---

<sup>12</sup> Artigo 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

por cento) a.a., portanto, abaixo dos 21% (vinte e um por cento) a.a. que a BSM identificou em seu estudo como indicador da infração.

35. Por todo o exposto, os Acusados concluem que *“a Acusação optou por combinar três diferentes critérios embasados em estudos elaborados por órgãos diversos de modo a escolher de cada um destes estudos, isoladamente, os elementos que melhor sustentam sua tese acusatória, terminando por formular um critério próprio para a definição de um C/E excessivo”*.

36. Os Acusados afirmam que, mesmo utilizando-se de um “critério combinado”, a Acusação seria contraditória, pois dentre os 13 (treze) clubes suspeitos, 3 (três) foram excluídos do Relatório, justamente em razão de a corretora não ter controle sobre as operações que seriam realizadas, uma vez que tais clubes eram geridos por cotistas não remunerados para essa atividade.

37. Além disso, em relação ao clube Gol Ideal (que não se enquadra nos critérios estabelecidos no Relatório), a Acusação teria sido formulada apenas pelo clube ter a mesma estratégia de negociação dos demais clubes da Família Gol, configurando uma acusação “por aproximação”, que desconsidera o princípio do *in dubio pro reo*.

38. Os Acusados passam, então, à análise das operações realizadas, alegando que elas foram racionais, economicamente justificáveis e obtiveram completo êxito. Para tanto, defendem que várias delas foram lucrativas e que foram realizadas com espaçamento de meses e não de dias, como aponta a Acusação. Nesse sentido, apontam que os clubes da ‘Família Gol’ tiveram rendimento acima do Ibovespa em 2007, mesmo descontados os custos de negociações, bem como obtiveram um rendimento médio superior ao de clubes nos quais a Acusação entendeu não haver qualquer motivação para negociações excessivas.

39. Em relação à acusação de negligência da Geração Futuro, enquanto gestora, na defesa dos interesses dos Clubes, a Defesa afirma que, embora entenda que a concessão



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

de descontos de corretagem é de natureza comercial e compete exclusivamente à corretora, não cabendo ao regulador adentrar esse mérito, a regra geral adotada pelos Acusados é a não concessão de descontos aos seus clientes e tratar como regra aquilo que é excepcional traria enorme insegurança jurídica a toda a indústria.

40. Apesar de a Acusação ter equiparado este processo ao Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8510, julgado em 04.04.2007, os Acusados sustentam haver diferenças entre o presente processo e o precedente citado, pois aquele caso tratava de um Fundo de Investimento em Ações, cujo cotista único era um investidor institucional (fundo de pensão), ou seja, um investidor de grande porte, que realizava volume significativo de operações. No presente caso, no entanto, trata-se de clubes de investimento, que são necessariamente formados por até 150 (cento e cinquenta) pessoas físicas, incomparáveis a um investidor institucional.

41. A Acusação, afirmam, foi feita em razão de a Geração Futuro exercer as atividades de administração e gestão da carteira e também de corretora intermediária das operações realizadas, mas não haveria qualquer vedação na regulamentação que o gestor de clubes de investimento seja parte relacionada à corretora que realiza as negociações desse clube.

42. Quanto às 3 (três) acusações formuladas em relação às outras irregularidades na administração de clubes de investimentos pela Geração Futuro, os Acusados afirmam, resumidamente:

- i) Em relação à extrapolação do limite de 40% (quarenta por cento) de participação por um único acionista no clube, que reconhecem os fatos, no entanto, em todos os casos a situação foi regularizada em, no máximo 5 (cinco) meses, o que indicaria a diligência dos Acusados em tomar as medidas necessárias para essa regularização. Ainda, a extrapolação do limite por 4 (quatro) cotistas, em 4 (quatro) clubes (num ambiente com mais de 300 clubes administrados), por



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

período médio de 2 (dois) meses, não teria o condão de causar prejuízo aos cotistas do clube ou ao mercado em geral e que o instrumento adequado para o regulador exercer sua competência sobre os fatos seria o ofício de alerta, nos termos da Deliberação CVM nº 542/2008, e não processo administrativo sancionador.

ii) Em relação à extrapolação do número máximo de 150 (cento e cinquenta) cotistas no clube, que reconhecem os fatos, mas alegam que a extrapolação em dois cotistas, em um único clube, não pode ser considerada uma conduta grave, até porque perdurou por apenas dois meses e logo foi corrigida.

iii) Em relação à ausência de previsão estatutária quanto à forma de remuneração da Eagle no Clube Cézanne, que não houve qualquer prejuízo ao clube ou aos seus cotistas, tendo em vista que a remuneração do gestor não constituía um encargo do clube, mas do próprio administrador, e que a conduta estaria de acordo com a Instrução CVM nº 494/2011, que revogou a Instrução CVM nº 40/1984 e eliminou a obrigatoriedade da informação da remuneração da administradora ou da gestora quando não forem encargos do clube. Por isso, ainda que se entenda que a Instrução CVM nº 40/1984 tenha sido violada, pelo princípio da retroatividade da lei mais favorável, a punibilidade por infração àquele dispositivo estaria extinta.

43. Por fim, a Defesa ressalta, em relação ao Sr. Mauro de Mello, seu histórico profissional, reputacional e o fato de que jamais foi acusado em qualquer processo administrativo da CVM, e requer a absolvição dos Acusados.

#### **V. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO**

44. Em 10.02.2015, esse processo foi originalmente distribuído para o Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, cujo mandato se encerrou em 31.12.2016. Por tal motivo, em 03.01.2017, o processo foi redistribuído para o Diretor Gustavo Borba,



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

tendo o Diretor Pablo Renteria então se declarado impedido. Em reunião do Colegiado ocorrida no dia 14.07.2017, o presente processo foi redistribuído e fui designado seu Relator.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 30 de janeiro de 2018

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor-Relator

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**ANEXO 1****GIRO INDIVIDUAL DE ATIVOS DOS CLUBES DA “FAMÍLIA GOL”**

	<b>Ativo</b>	<b>TR</b>	<b>Giro/PL do Clube</b>	<b>C/E (%) do ativo</b>
<b>GOL DOC</b>	PETR4	<b>15,88</b>	<b>1,51</b>	<b>19,88%</b>
	GGBR4	<b>21,50</b>	<b>1,37</b>	<b>25,50%</b>
	GOAU4	<b>30,98</b>	<b>1,01</b>	<b>34,98%</b>
	VALE5	<b>39,78</b>	0,87	<b>45,12%</b>
	VCPA4	4,50	0,57	8,50%
	USIM5	<b>16,44</b>	0,63	<b>21,24%</b>
<b>GOL FAMILY</b>	GGBR4	<b>15,50</b>	<b>1,49</b>	<b>19,50%</b>
	PETR4	<b>17,37</b>	<b>1,43</b>	<b>21,73%</b>
	VALE5	<b>37,63</b>	<b>1,31</b>	<b>42,96%</b>
	GOAU4	<b>34,66</b>	<b>1,05</b>	<b>38,66%</b>
	VCPA4	8,78	0,69	12,78%
<b>GOL MIL</b>	PETR4	<b>17,73</b>	<b>1,52</b>	<b>21,73%</b>
	GGBR4	<b>18,85</b>	<b>1,20</b>	<b>22,85%</b>
	GOAU4	<b>27,88</b>	<b>1,09</b>	<b>31,88%</b>
	VALE5	<b>24,92</b>	0,94	<b>31,78%</b>
	VCPA4	5,53	0,43	9,53%
<b>GOL COLINA</b>	GGBR4	<b>18,52</b>	<b>1,29</b>	<b>22,52%</b>
	PETR4	<b>16,88</b>	<b>1,32</b>	<b>20,88%</b>
	GOAU4	<b>38,49</b>	<b>1,21</b>	<b>42,85%</b>
	VALE5	<b>44,06</b>	0,94	<b>49,39%</b>
	USIM5	<b>17,80</b>	0,69	<b>22,60%</b>
	VCPA4	3,63	0,45	7,63%
<b>GOL META</b>	PETR4	<b>13,51</b>	<b>1,39</b>	<b>17,88%</b>
	GGBR4	<b>17,27</b>	<b>1,08</b>	<b>21,27%</b>
	GOAU4	<b>20,24</b>	<b>1,28</b>	<b>25,57%</b>
	VALE5	<b>45,80</b>	<b>1,47</b>	<b>52,66%</b>
	VCPA4	3,59	0,44	7,95%



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
 Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
 SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

<b>GOL ACADEMICO</b>	GGBR4	<b>14,07</b>	0,86	<b>18,07%</b>
	PETR4	<b>18,00</b>	<b>1,17</b>	<b>22,00%</b>
	GOAU4	<b>40,80</b>	<b>1,00</b>	<b>45,60%</b>
	VALE5	<b>37,82</b>	<b>1,19</b>	<b>44,68%</b>
	USIM5	<b>17,74</b>	0,64	<b>22,54%</b>
<b>GOL BARRIGA VERDE</b>	PETR4	<b>24,32</b>	<b>1,36</b>	<b>28,32%</b>
	GGBR4	<b>13,73</b>	0,99	<b>17,73%</b>
	GOAU4	<b>77,48</b>	0,95	<b>81,84%</b>
	USIM5	<b>14,47</b>	0,68	<b>19,27%</b>
	VALE5	<b>17,10</b>	0,74	<b>23,96%</b>
<b>GOL MINA</b>	GGBR4	<b>13,66</b>	<b>1,38</b>	<b>17,66%</b>
	PETR4	<b>14,72</b>	<b>1,56</b>	<b>18,72%</b>
	GOAU4	<b>39,98</b>	<b>1,05</b>	<b>44,35%</b>
	VCPA4	2,35	0,31	6,35%
	VALE5	<b>32,43</b>	0,71	<b>37,76%</b>
	USIM5	<b>19,47</b>	0,70	<b>24,27%</b>
<b>GOL IGUALDADE</b>	GGBR4	<b>15,73</b>	<b>1,41</b>	<b>19,73%</b>
	PETR4	<b>14,84</b>	<b>1,10</b>	<b>18,84%</b>
	GOAU4	<b>109,00</b>	0,76	<b>113,36%</b>
	VALE5	<b>13,77</b>	0,72	<b>20,63%</b>
	VCPA4	4,96	0,53	8,96%
<b>GOL IDEAL</b>	PETR4	<b>30,43</b>	<b>1,05</b>	<b>34,43%</b>
	GGBR4	<b>10,32</b>	0,88	14,32%
	GOAU4	<b>46,00</b>	0,55	<b>50,00%</b>
	VALE5	<b>29,08</b>	0,65	<b>34,41%</b>
	RAPT4	5,37	0,31	9,37%
	VCPA4	4,24	0,30	8,24%