



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2016/6284

(19957.003084/2016-38)

Reg. Col. 0445/2016

Acusados: Um Investimentos S.A. CTVM

Fernando Opitz

Assunto: Apurar responsabilidade de instituição administradora de carteiras de valores mobiliários e de seu diretor responsável por supostas irregularidades no cumprimento das Instruções CVM nº 306/1999 e 409/2004.

Diretor Relator: Pablo Renteria

VOTO

1. Cuida-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”) para apurar as responsabilidades da Um Investimentos S.A. CTVM (“Um Investimentos” ou “Administradora”) e de seu diretor responsável, à época dos fatos, Fernando Opitz (“Fernando Opitz”) por supostas infrações às disposições das Instruções CVM nº 306/1999 (“Instrução 306”) e 409/2004 (“Instrução 409”), que foram apuradas a partir de inspeção *in loco* realizada pela Superintendência de Fiscalização Externa (“SFI”), no período de 28.12.2012 a 30.7.2013.

I – Da Preliminar

2. Cumpre inicialmente, em sede preliminar, apreciar a petição apresentada pelos acusados na última quarta-feira, dia 17 de outubro, por meio da qual formularam proposta de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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

Termo de Compromisso para o encerramento do presente processo administrativo sancionador. A Um Investimentos se ofereceu a pagar a quantia de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) enquanto Fernando Opitz propôs a quantia de R\$ 20.000,00 (vinte mil reais). Os acusados solicitaram ainda que o julgamento fosse adiado de modo a permitir que a proposta de Termo de Compromisso fosse analisada e, ao final, aceita.

3. Convém esclarecer que os acusados apresentaram defesa conjunta em 17 de outubro de 2016, na qual, ao final, manifestaram interesse em celebrar termo de compromisso. Esperava-se, em razão disso, que, conforme estabelecido no § 2º do art. 7º da Deliberação CVM nº 390, de 2001, os acusados apresentassem a proposta completa nos trinta dias subsequentes à apresentação da defesa. No entanto, o prazo correu *in albis*.

4. Eis que, decorridos dois anos da defesa e faltando menos de uma semana para o julgamento, os acusados apresentam uma proposta de termo de compromisso e ainda pedem para que o julgamento seja adiado.

5. Nessas circunstâncias, não vislumbro interesse em firmar termo de compromisso. O estágio processual já avançado não recomenda a sua aceitação. Por isso, voto pela rejeição da proposta apresentada pelos acusados.

6. Ainda em sede preliminar, os acusados requerem a juntada aos autos da cópia integral do Processo CVM RJ-2012-15309 instaurado ao tempo da inspeção realizada pela SFI. Requer, na sequência, a devolução do prazo para apresentação da defesa.

7. A alegação, contudo, não procede. Primeiro porque não há qualquer obrigação a que fosse realizado o traslado integral dos autos do Processo CVM RJ-2012-15309. Segundo porque todos os documentos relativos à inspeção, que foram utilizados pela acusação para embasar as imputações formuladas em face de ambos os acusados, já se encontram acostados aos autos do presente processo administrativo sancionador. Assim, a diligência solicitada pela defesa se mostra, além de infundada, absolutamente ociosa.

8. Caso entendessem necessário, os acusados poderiam, a qualquer momento, ter solicitado acesso aos autos do referido Processo CVM RJ-2012-15309, o que teria sido prontamente atendido pela CVM. No entanto, em vez disso, requerem o traslado de documentos, que já se encontram nos autos.



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

9. Convém destacar: a CVM jamais resistiu à pretensão dos acusados em ter acesso a qualquer documento que entendessem pertinente para sua defesa. Ao contrário, tiveram acesso a todos os documentos que serviram de base para as acusações, bem como a oportunidade de apresentar seus argumentos de defesa e requerer a produção das provas que entendiam pertinentes. Desse modo, não vislumbro prejuízo algum ao exercício da ampla defesa tampouco ao contraditório.

10. Passo então ao exame do mérito das acusações, que se dividem em dois grupos: (i) as imputações relativas às disposições da Instrução CVM nº 306, de 1999 (“Instrução 306”) e (ii) aquelas referentes aos preceitos contidos na Instrução CVM nº 409, de 2004 (“Instrução 409”).

11. Em um primeiro momento, analisarei a procedência dessas imputações bem como a responsabilidade da Administradora. Em seguida, examinarei a responsabilidade pessoal do diretor responsável Fernando Opitz.

II – Das irregularidades relacionadas às disposições da Instrução 306

II.1 - Art. 14, inciso III, alínea ‘c’, da Instrução 306 – Conflito de Interesses

12. De acordo com a SIN, a Um Investimentos teria infringido o disposto no art. 14, III, ‘c’, da Instrução 306, uma vez que não constavam dos regulamentos dos fundos por ela administrados ou geridos – como, por exemplo, os fundos Brasil Futuro – FIA (doc. 0114436) e Doceinvest FIA (doc. 0114504) qualquer informação acerca do potencial conflito de interesses decorrente do fato de ela também prestar serviços de intermediação de títulos e valores mobiliários para os fundos.

13. A defesa limita-se a afirmar que, se fossem ouvidos os membros do Conselho Consultivo do Fundo Doceinvest, eles confirmariam que a Um Investimentos havia informado aos cotistas que prestava ao fundo os serviços de intermediação de títulos e valores mobiliários.

14. No entanto, convém observar que a defesa não chegou a formular a produção da oitiva. Mas, ainda que houvesse formulado tal pedido, a prova se mostraria inútil. Primeiro porque a infração se refere não apenas ao Fundo Doceinvest, mas a todos os fundos administrados ou geridos pela Administradora. Segundo porque o inciso III do art. 14 da



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

Instrução 306 consigna expressamente que as informações ali referidas, inclusive as previstas na alínea ‘c’, devem ser prestadas aos clientes “prévia e obrigatoriamente por escrito” (grifou-se).

15. Por fim, cumpre assinalar que, durante a inspeção, em reunião presencial com os inspetores, o assistente de gestão da Administradora “... *admitiu que a Um Investimentos não fez constar dos regulamentos dos fundos administrados/sob gestão informação sobre a existência de potencial conflito de interesses no caso supracitado e assegurou que a instituição iria promover a alteração dos mesmos de forma a contemplar adequadamente o tema*” (fls. 45 do 0114366 e item 53 do 0130737).

16. Assim, não resta dúvida de que houve infração ao disposto no art. 14, inciso III, alínea ‘c’, da Instrução 306.

II.2 - Art. 14, parágrafo único, da Instrução 306 – Controles Internos

17. O Termo de Acusação relata diversas falhas que foram encontradas nos controles internos da Um Investimentos durante a inspeção *in loco*. Haveria ocorrido dessa forma infração ao disposto no art. 14, parágrafo único, da Instrução 306, segundo o qual “*o administrador deve garantir, através de mecanismos de controle interno adequados, o permanente atendimento às normas e regulamentações vigentes, referentes às diversas alternativas e modalidades de investimento, à própria atividade de administração de carteira e aos padrões de conduta ética e profissional.*”

18. A defesa apresenta argumentos gerais e específicos para cada uma das supostas falhas. O argumento comum às diferentes irregularidades diz respeito ao porte reduzido da atividade de administração de fundos desempenhada pela Um Investimentos, ao tempo da inspeção. Considerando que, à época dos fatos, a Administradora administrava apenas dois fundos, os controles internos então existentes seriam, portanto, adequados.

19. Reconheço que a área de administração da Um Investimentos era relativamente pequena. Mas não é verdade, como alega a defesa, que se limitava a dois fundos. Em realidade, conforme relatado no Relatório de Inspeção (0135007), havia quatro fundos administrados e seis sob a gestão da Um Investimentos.



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

20. De todo modo, concordo com a defesa de que os controles internos devem ser proporcionais ao volume e à complexidade das atividades de administração de fundos de investimento. No entanto, em qualquer hipótese, há de existir controles internos mínimos, que assegurem a permanente observância da regulamentação vigente. Evidentemente, o tamanho da instituição não pode servir de escusa para o descumprimento das regras estabelecidas pelo órgão regulador para todos os participantes do mercado, independentemente do porte de cada um.

21. Desse modo, passarei a examinar as diferentes falhas que foram identificadas pela acusação nos controles internos da Um Investimentos, de maneira a verificar se eles eram minimamente adequados para assegurar o cumprimento da regulamentação.

II.2.1 – Ordens de Negociação de Ativos

22. De acordo com o art. 60 da Instrução 409, o administrador pode agrupar as ordens de negociação dos diferentes fundos sob a sua administração, desde que disponha de “*sistema que possibilite o rateio, entre os fundos, das compras e vendas feitas, através de critérios equitativos e preestabelecidos, devendo o registro de tal repartição ser mantido à disposição da CVM pelo período mínimo de 5 (cinco) anos.*”

23. Durante a inspeção, ao ser questionada sobre a forma de controle do rateio de negócios, a Administradora declarou que cabia à área interna de controle de qualidade e à firma de auditoria externa verificar a conformidade dos procedimentos utilizados. No entanto, instada a apresentar alguma evidência documental de que tal controle era de fato realizado, a Administradora nada pôde apresentar.

24. Além disso, restou demonstrado que o controle exercido pela firma de auditoria externa dizia respeito, exclusivamente, ao serviço de intermediação de títulos e valores mobiliários, tendo em vista as exigências de qualificação operacional da BM&FBovespa (atual B3). Não havia, portanto, nenhum controle voltado para o rateio de negócios dos fundos de investimento administrados pela Um Investimentos.

25. Nesse sentido, a firma de auditoria esclareceu à equipe de fiscalização (0114374) que prestava “*serviços bastante específicos de auditoria, em atendimento ao item 98 do Roteiro*



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

Básico do PQO.¹ Não é focada, portanto, especificamente em Fundos de Investimento, embora algumas operações dessa modalidade recaiam em nossa base de testes (critério de amostragem) para análise de documentação cadastral, bem como emissão e execução de ordens”.

26. Assim, ainda que se considere o tamanho reduzido da atividade de administração de fundos, a Administradora deveria dispor de algum controle interno para assegurar a observância ao disposto no art. 60 da Instrução 409. O controle que existia sobre a emissão e a execução de ordens, no âmbito da atividade de intermediação de títulos e valores mobiliários, não se prestava a esse fim, porque o agrupamento de ordens e a posterior repartição de negócios constitui mecanismo específico da atividade de administração de fundos.

II.2.2 – Gestão de Risco de Mercado

27. De acordo com a SIN, outra irregularidade encontrada durante a inspeção diz respeito à ausência de política escrita sobre o monitoramento e a mensuração permanente dos riscos inerentes a cada uma das carteiras dos fundos administrados. Tal controle era necessário para assegurar o cumprimento dos limites dos riscos estabelecidos nos regulamentos dos fundos administrados.²

28. Também restou apurado durante a inspeção *in loco* que o único alerta de desenquadramento (ou melhor, de desenquadramento próximo) do limite de risco do regulamento de determinado fundo fora feita verbalmente, o que, segundo a SIN, demonstraria a inadequada formalização dos controles internos da Administradora.

29. Além disso, no que tange especificamente ao monitoramento do nível de alavancagem das carteiras dos fundos administrados, a SIN considerou excessivamente frágeis as planilhas **Excel** utilizadas para esse fim, uma vez que não dispunham de qualquer controle sobre a identificação do autor ou da data de realização de alterações nos arquivos. Tal procedimento, diga-se por oportuno, era necessário para assegurar o cumprimento da política de investimentos de cada fundo.³

¹ Programa de Qualificação Operacional da BM&FBovespa.

² Conforme previsto no art. 41, XVIII, da Instrução 409.

³ Conforme previsto no art. 41, VI c/c § 1º, IV, do mesmo artigo da Instrução 409.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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

30. Os defendentes, contudo, refutam tais imputações. Argumentam que, em razão do porte pequeno da atividade de administração de fundos, e em virtude ainda de a Administradora ser a gestora dos fundos administrados, não haveria a alegada fragilidade nos controles internos que “*impediria a Um Investimentos alertar à própria Um Investimentos*”, em caso de proximidade ou violação dos limites de riscos estabelecidos nos regulamentos dos fundos. Alegam, ademais, que a regulamentação não exige que a política de gestão de riscos seja formalizada por escrito.

31. No entanto, o fato de a Administradora ser administradora e gestora dos fundos em nada diminui a importância de ela dispor de controles internos adequados para assegurar o cumprimento dos limites de riscos estabelecidos nos regulamentos dos diferentes fundos. Ao contrário, entendo ser ainda mais importante, nessa hipótese, a adoção de controles internos robustos e bem formalizados, de maneira a evitar que a acumulação de funções represente um risco para o bom desempenho da supervisão que a administradora é chamada a realizar sobre a atuação do gestor.

32. Por isso mesmo, nesse contexto, não me parece adequado o envio de alertas verbais para o gestor sobre possíveis desenquadramentos, uma vez que esse procedimento não assegura que o alerta tenha sido efetivamente recebido pelo gestor. Haveria, nisso, um grau excessivo de informalidade, que pode comprometer o acompanhamento que cumpre ao administrador desempenhar sobre a gestão dos fundos.

33. Do mesmo modo, não se mostra adequado, para os fins do disposto no parágrafo único do art. 14 da Instrução 306, a existência de uma política de gestão de riscos verbal, que não esteja formalizada por escrito. Afinal, nesse caso, sequer seria possível saber com precisão o teor da política e o seu cumprimento pelos funcionários da instituição restaria, evidentemente, comprometido. Tanto isso é verdade que a Administradora, em 2014, adotou um manual escrito de gestão de risco.

34. Quanto ao documento denominado ADMATIV (doc. 0114462), fornecido pela Administradora por ocasião de sua manifestação prévia, nos termos do art. 11 da Deliberação CVM nº 538, o seu teor não se presta a confirmar a existência de uma política de gestão de riscos no período coberto pela inspeção. Primeiro porque o documento é posterior ao referido período. Segundo porque se trata de um arquivo de seis páginas em que os textos inseridos no



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

cabeçalho e rodapé indicam tratar-se de Aspectos Gerais de Controles Internos. O seu conteúdo é bastante genérico, escrito em sua maior parte utilizando-se de marcadores, sem que sejam verificadas muita coerência ou coesão entre os itens. Em definitivo, tal documento não pode ser considerado uma política de gestão de riscos.

35. No entanto, quanto ao emprego de planilhas Excel para o controle de alavancagem, entendo que, em razão do porte reduzido da atividade de administração de fundos da Um Investimentos, tal fato não pode ser, por si só, considerado irregular.

II.2.3 – Gestão de Riscos de Crédito, Contraparte e Concentração

36. Acerca das técnicas, instrumentos e estrutura utilizados pela Um Investimentos para o monitoramento e mensuração dos riscos de crédito, contraparte e concentração das carteiras dos fundos administrados, o auxiliar da área de **back office** responsável por fundos confirmou que a Administradora não possuiria manual específico contendo a política de gestão de riscos de crédito, contraparte e concentração, delegando ao regulamento de cada Fundo a sua definição.

37. Os acusados não apresentaram defesa específica sobre esta acusação.

38. Para a acusação, por força do art. 14, § único, da Instrução CVM nº 306, ainda que os ativos de crédito privado não tenham grande relevância na composição das carteiras dos fundos administrados, a estrutura de controles internos deve, no mínimo, prever tais riscos.

39. De fato, conforme visto na seção anterior, faz-se necessário que o administrador de recursos de terceiros possua política escrita e formalizada abrangendo todos os aspectos da gestão de riscos da instituição e sua ausência constitui omissão nos controles internos da instituição e, por conseguinte, violação ao disposto no art. 14, § único, da Instrução 306.

40. No entanto, levarei em consideração na dosimetria da penalidade a pequena relevância dos créditos privados para as carteiras dos fundos de investimento.

II.2.4 – Gestão de Risco Operacional

41. Acerca da gestão do risco operacional realizada pela Um Investimentos, o “Manual do Sistema de Controles Internos” (0114386), documento de dez páginas, cuja seção dedicada à descrição do processo de monitoramento e controle do risco operacional possui três linhas,



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

menciona apenas que a identificação e mapeamento dos riscos e controles internos da instituição é realizado e que as falhas encontradas eram registradas em relatório de ocorrências.

42. Concordo com a acusação de que não há, no documento, qualquer enfoque na gestão do risco operacional na atividade de administração de carteiras de valores mobiliários. Além disso, durante a inspeção *in loco*, não foi encontrada nenhuma evidência de que havia o monitoramento do risco operacional.

43. A defesa alega que haveria nisso uma inversão do ônus da prova, uma vez que se estaria obrigando os acusados a provar sua inocência, mediante a demonstração de que, de fato, desempenhava o monitoramento do risco operacional da atividade de administração de carteira.

44. Tal argumento, contudo, não procede. A acusação encontra-se lastreada nas provas que foram colhidas durante a inspeção *in loco*. No que concerne especificamente ao controle do risco operacional, a acusação logrou comprovar que (i) a previsão do monitoramento do risco operacional no Manual do Sistema de Controles Internos da Administradora era absolutamente insuficiente e inócua, e que (ii) não havia nas instalações da Administradora qualquer vestígio de que tal monitoramento era, de fato, desempenhado.

45. Ou seja, a acusação se desincumbiu do ônus de comprovar a imputação formulada em face da Um Investimentos. Cabia a esta refutar a acusação e apresentar provas em sentido oposto. Em vez disso, ficou-se inerte, de maneira que, a meu ver, resta plenamente configurada a irregularidade apontada pela SIN.

II.2.5 – Tratamento de Conflito de Interesses

46. Com base no relatório de inspeção, a acusação afirma que não havia, no âmbito da Um Investimentos, a formalização de medidas que comprovassem a efetiva realização de atividades de acompanhamento e controle de conflito de interesse nas atividades de administração de carteiras prestadas pela instituição.⁴

⁴ Conforme previsto no art. 14, III, 'c' da Instrução 306.



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

47. No entanto, o Relatório de Inspeção reconhece que alguns procedimentos realizados pela Um Investimentos asseguravam a identificação, o gerenciamento e a eliminação de eventuais conflitos de interesses em suas atividades como administrador e gestor de fundos de investimento. Os inspetores entenderam, contudo, que tais medidas eram insuficientes e poderiam ser complementadas por outras, como, por exemplo, a elaboração de relatório periódico sobre o tema pela área de **compliance**.

48. A meu ver, não resta devidamente caracterizada a irregularidade apontada pela acusação. Ainda que, nesse tocante, alguns aperfeiçoamentos pudessem ser introduzidos, não me parece possível concluir que os procedimentos então adotados eram flagrantemente inadequados tendo em vista o porte reduzido da atividade desempenhada pela Um Investimentos em matéria de administração de fundos.

II.2.6 – Comparação entre as Carteiras Gerenciais do Inspeccionado e as do Sistema CVMWeb

49. A fiscalização detectou divergência entre as informações do demonstrativo de composição e diversificação de carteira do Brasil Futuro - FIA, de 29/12/2012, enviado via CVMWeb, e as do sistema de controle da Um Investimentos, o ‘Relatório Geral Analítico de Fechamento de Carteira’, sem que esta divergência fosse percebida pela Administradora.

50. Os acusados não apresentaram defesa específica sobre esta acusação.

51. Trata-se, a meu ver, de irregularidade de natureza objetiva e de fácil verificação. As provas coligidas nos autos permitem concluir que os controles internos da Administradora não eram suficientes para assegurar a fidedignidade das informações transmitidas à CVM.

II.2.7 – Extratos de Custódia

52. A fiscalização também detectou divergência nas informações da carteira do Brasil Futuro - FIA, relativa a dezembro de 2012, entre os ativos constantes dos relatórios gerenciais da Um Investimentos e os retratados nos extratos de custódia da BM&FBovespa, instituição autorizada pela CVM.

53. Os acusados não apresentaram defesa específica sobre esta acusação.



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

54. Tenho que a existência de divergência nas informações relativas à carteira de fundos administrados pela Um Investimentos e os constantes nos sistemas de instituições autorizadas pela CVM constitui fragilidade nos controles internos da instituição e, por conseguinte, violação ao disposto no art. 14, § único, da Instrução 306.

II.2.8 – Valor da Cota

55. Os inspetores da SFI verificaram que, nas carteiras dos fundos Doceinvest FIA e Brasil Futuro – FIA, relativas a dezembro de 2012, a metodologia de precificação de contratos de opções sobre ações não constava do manual de marcação a mercado adotado pela Um Investimentos.

56. Ainda que a nova versão do manual de marcação a mercado da Um Investimentos, datado de maio de 2014, tenha corrigido tal omissão, resta configurada a irregularidade ao tempo da inspeção.

57. Os acusados não apresentaram defesa específica sobre esta acusação.

II.3 – Segregação de Atividades

58. De acordo com a acusação, a Um Investimentos teria infringido o disposto no art. 15, inciso I, da Instrução 306, uma vez que, ao tempo da inspeção, não existia “*a segregação física de instalações entre áreas responsáveis por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de capitais, ou definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa*”.

59. A acusação está baseada nas seguintes conclusões da inspeção *in loco*:

- (i) o diretor responsável pelas atividades de administração e gestão de fundos ocupava uma sala separada por uma simples divisória, sem controle de acesso, em local próximo à mesa de operações da instituição;
- (ii) a sala do assistente de gestão de fundos não continha controle de acesso;
- (iii) o **back office** da Um Investimentos desempenhava diversas funções, que atendiam a diferentes áreas de negócios da instituição;



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

(iv) a mesa de operações de renda fixa executava operações tanto para a atividade de corretagem (carteira própria e clientes) como para os fundos de investimento, indistintamente;

(v) a mesa de operações de renda variável estava dividida entre as dependências da instituição no Rio de Janeiro e São Paulo, mas as ordens de negociação referentes aos fundos eram direcionadas prioritariamente, mas não exclusivamente, ao operador de mesa em São Paulo.

60. A meu ver, algumas dessas supostas deficiências são discutíveis e caberia à CVM orientar melhor o mercado sobre quais são os procedimentos mínimos necessários para fins de segregação física das instalações utilizadas pela administração de carteiras das demais áreas da instituição.

61. Nada obstante, entendo que há, ao menos, duas deficiências que são incontroversas, ainda que se interprete conservadoramente o que é exigido em matéria de segregação física. Cuida-se da falta de controle de acesso das salas do diretor responsável pela atividade de administração de carteira e do assistente de gestão de fundos. O mínimo que se esperava, no cumprimento da regra editada pela CVM, é que as salas utilizadas pelos dois principais executivos da área fossem protegidas dos demais funcionários da Um Investimentos.

62. Em relação à sala do diretor responsável, a situação se mostra ainda mais grave, uma vez que ela era separada da mesa de operações da Um Investimentos por uma simples divisória, o que, obviamente, não era suficiente para inibir que conversas havidas dentro da sala fossem escutadas pelos operadores.

63. Nesse ponto, a defesa alega, em primeiro lugar, que o controle de acesso à sala ocupada pelo diretor responsável seria *“efetivamente exercido por duas secretárias que impediam o acesso à sala do referido diretor e que a trancavam à chave quando o diretor não se encontrasse no local”* (itens 43-46 do 0179565).

64. No entanto, o argumento não convence, pois o controle exercido por secretárias, por mais dedicadas que sejam, não se mostra confiável, uma vez que se sujeita, naturalmente, a falhas humanas. Acredito que os próprios acusados tinham consciência dos limites do controle que uma secretária é capaz de exercer, tanto que, em relação à área de **back office**



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

dos fundos administrados, decidiram instalar controle de acesso automatizado. Se tomaram tal providência em relação ao **back office**, impunha-se, com maior razão, a adoção da mesma medida em relação à sala do diretor responsável.

65. Além disso, o argumento da defesa não afasta as conclusões da acusação quanto à precariedade da separação entre a sala do diretor responsável e a mesa de operações, e à ausência de controle de acesso à sala do assistente de gestão de fundos.

66. Em segundo lugar, a defesa alega que, conforme facultado pelo art. 15, inciso I, da Instrução 306, havia na Administradora “*procedimentos operacionais claros para todos os funcionários, inclusive para acesso à sala do diretor responsável pela gestão de ativos de terceiros e acesso à mesa de operações*”.

67. Tal argumento, contudo, também não convence. Como se verá na próxima seção deste voto, não havia na Um Investimentos treinamento oferecido aos funcionários sobre segregação de atividades.

68. Além disso, volto a dizer que tal argumento não afasta as conclusões da acusação quanto à precariedade da separação entre a sala do diretor responsável e a mesa de operações da Um Investimentos, e à ausência de controle de acesso à sala do assistente de gestão de fundos.

69. Assim, por todo o exposto, entendo que restou configurada a infração ao disposto no art. 15, inciso I, da Instrução 306.

II.4 – Art. 15, inciso III, da Instrução 306 – Programas de Treinamento no tema ‘Segregação de Atividades’

70. De acordo com a SIN, a Um Investimentos teria infringido o disposto no art. 15, inciso III, da Instrução 306, que exige “*a implantação e manutenção de programa de treinamento de administradores, colaboradores e funcionários que tenham acesso a informações confidenciais e/ou participem de processo de decisão de investimento*”.

71. Isto porque, ao examinar o material didático utilizado nos diversos treinamentos internos, a equipe de inspeção constatou que não havia nada sobre o tema ‘segregação de atividades’, a que se refere o art. 15, inciso I, da Instrução 306. Também não encontrou



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

evidência alguma de controles internos para assegurar a aplicação e a manutenção dos programas de treinamento sobre esse assunto.

72. Assim, entendo que restou configurada a infração ao disposto no art. 15, inciso III, da Instrução 306. No entanto, há de ser ponderada, na fixação da penalidade, a baixa gravidade dessa irregularidade, tendo em vista que a Um Investimentos dispunha de amplo e farto material didático, que abordava os demais pontos a serem abordados nos treinamentos internos.

III – Infrações a disposições da Instrução 409

III.1 – Art. 65-A, inciso I – Ausência de Devolução de Corretagem

73. De acordo com a acusação, a Um Investimentos não teria respeitado seus deveres fiduciários com os cotistas dos fundos sob sua administração, uma vez que restou constatado, no período coberto pela inspeção *in loco*, que não havia devolução, em favor dos fundos, de qualquer parte da corretagem que era cobrada pela própria Um Investimentos na intermediação de operações.

74. A conclusão da inspeção está baseada na análise amostral de notas de corretagem dos fundos Brasil Futuro FIA e Doceinvest FIA, que não trouxe qualquer evidência de rebates (itens 55-60 e 151-152 do doc. 0130737). Além disso, a Administradora, em correspondência enviada à CVM, confessou que as *“alocações de valores dos fundos não contam com desconto em corretagem por serem operações de longo prazo, onde o valor de corretagem se torna irrelevante, com isso, não há acordo de devolução com a Corretora”* (doc. 0114377).

75. No entanto, cumpre notar que, na mesma declaração, a Administradora ressaltou que *“as operações de day-trade e operações de curto prazo contam com desconto de corretagem acima de 85% (oitenta e cinco), dado o objetivo de ganho de capital”*. Para corroborar tal afirmação, a Um Investimentos acostou diversas notas de corretagem de 2012.

76. No entanto, a equipe de fiscalização desconsiderou tais documentos, sob a alegação de que teriam sido escolhidos pelo próprio inspecionado. No entanto, não me parece que essa seja uma justificativa válida para desconsiderar provas apresentadas pela parte interessada, pois me parece legítimo que esta última procure fornecer outros elementos de convicção ao



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

órgão regulador, até porque a amostra inicial era bastante reduzida – 10 notas para o Doceinvest FIA e 50 para o Brasil Futuro FIA.

77. Caso entendesse que as notas selecionadas pela Um Investimentos não eram representativas, cabia então à equipe de inspeção alargar a base de análise de modo a afastar qualquer dúvida quanto à existência ou não de devolução de corretagem. Mas o que não se pode admitir é que a inspeção simplesmente descarte provas apresentadas pelo inspecionado.

78. Além disso, restou apurado durante a inspeção que a Administradora seguia uma prática de rebate, nos seguintes termos: (i) operações com volume financeiro superior a R\$ 1.000.000,00 (consolidado) teriam devolução de 85% a 98%; (ii) day trades, cujos volumes seriam usualmente relevantes, teriam devolução de 85% (mínimo) a 90%, dependendo do ganho líquido da operação; (iii) Doceinvest Fundo de Investimento em Ações, que teria troca constante entre ações ON PN (arbitragem), teria devolução definida depois de cada operação em função do ganho (no caso, buscariam dar rentabilidade ao fundo, mesmo quando “Robotrader” algoritmo utilizado em operações de arbitragem disparasse quantidade elevada de “trades”).

79. Desse modo, considerando que a Um Investimentos trouxe aos autos elementos que atestam a realização do desconto de corretagem em favor dos fundos selecionadas na amostra, entendo que não ficou configurada a infração ao disposto no art. 65-A, inciso I, da Instrução 409.

III.2 – Art. 65-A, inciso I – Diligências na Aquisição de Créditos Privados

80. Em relação às diligências adotadas pela Um Investimentos na aquisição de ativos de crédito privado para a carteira dos fundos administrados, o relatório de inspeção relata que, inicialmente, a Um Investimentos limitou-se a responder que tais ativos não eram representativos nas carteiras dos fundos. Em um segundo momento, a acusada informou que verificava se os ativos atendiam aos limites dos regulamentos dos fundos e consultava os relatórios de **rating** do ativo e do emissor.

81. Posteriormente, a acusada apresentou planilha em **Excel** denominada “Análise de Crédito Privado” (0114444), na qual não havia vinculação entre as análises realizadas e as aquisições de debêntures que integravam as carteiras dos fundos administrados. No entanto, a



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

equipe de inspeção não considerou a planilha adequada uma vez que não identificava a instituição, o autor ou a data de sua elaboração, sendo que a data de referência era 30.4.2013, ou seja, posterior ao período de inspeção (abril a dezembro de 2012).

82. De fato, além de ser extemporânea, a planilha apresenta diversas fragilidades. Desse modo, ela não pode ser considerada no exame da diligência empregada pela Um Investimentos na aquisição de ativos, ao tempo da inspeção.

83. Nada obstante, entendo que a acusação não é procedente. As considerações contidas no Relatório de Inspeção e no Termo de Acusação se mostram excessivamente genéricas e não citam nenhum problema específico na aquisição de determinado crédito privado para as carteiras dos fundos administrados pela Administradora.

84. Quer me parecer que a SIN se baseou exclusivamente nas orientações contidas no Ofício-Circular CVM/SIN/Nº 06/2014, emitido posteriormente aos fatos objeto de apuração neste processo, para concluir que as diligências empregadas pela Um Investimentos eram insatisfatórias.

85. Por isso, entendo que não restou configurada a infração ao disposto no art. 65-A, inciso I, da Instrução 409.

III.3 – Art. 65-B, incisos I e II – Gestão de Liquidez dos Fundos

86. De acordo com a SIN, a Um Investimentos teria infringido o disposto no art. 65-B, incisos I e II, da Instrução 409, na medida em que não dispunha de política escrita de gestão de risco de liquidez dos fundos por ela administrados.

87. A meu ver, trata-se de infração de natureza objetiva de fácil constatação. Aliás, conforme consignado no Relatório de Inspeção, o auxiliar de fundos (área de **back office** responsável por fundos, clubes de investimento e carteiras administradas) admitiu que a Um Investimentos não possuía política de gestão de risco de liquidez formalizada (itens 39 e 166 do doc. 0130737 e página 33 do doc. 0114366).

88. Não deve prosperar o argumento da defesa de que a norma não exige a formalização por escrito da política de gestão de liquidez dos fundos administrados. Conforme já manifestado neste voto, não se pode admitir esse grau de informalidade. Toda política deve



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

ser formalizada por escrito, pois de outro modo sequer seria possível conhecer precisamente o seu teor e, por consequência, o seu cumprimento restaria comprometido.

89. Assim, restou devidamente configurada a infração ao disposto no art. 65-B, incisos I e II, da Instrução 409. No entanto, na dosimetria da pena, levarei em consideração que (i) a referida norma havia entrado em vigor em 02/07/2012, isto é, poucos meses antes da inspeção, (ii) a ausência de qualquer problema de liquidez observado nos fundos administrados pela Um Investimentos ao tempo dos fatos apurados neste processo.

III.4 – Art. 65-B, § 1º, incisos II, III e IV – Parâmetros da política de gestão de liquidez

90. De acordo com a SIN, além de não existir uma política de gestão de liquidez formalizada, a forma pela qual era realizado o monitoramento da liquidez dos fundos apresentava diversas deficiências em relação ao exigido pelo art. 65-B, § 1º. Nos termos desse dispositivo:

- § 1º As políticas, práticas e controles internos de que trata o caput devem levar em conta, no mínimo:
- I – a liquidez dos diferentes ativos financeiros do fundo;
 - II – as obrigações do fundo, incluindo depósitos de margem esperados e outras garantias;
 - III – os valores de resgate esperados em condições ordinárias, calculados com critérios estatísticos consistentes e verificáveis; e
 - IV – o grau de dispersão da propriedade das cotas.

91. Embora a Administradora utilizasse o sistema **Bloomberg Professional** e planilhas próprias para acompanhar o risco de liquidez dos fundos administrados, a inspeção *in loco* constatou que os procedimentos levavam em conta apenas os prazos de cotização e de resgate de cada fundo, bem como a liquidez dos ativos de cada carteira. No entanto, não consideravam as obrigações do fundo, os valores ordinários de resgates nem o grau de dispersão da propriedade das cotas, conforme determinado no dispositivo em comento.

92. Assim, entendo que ficou caracterizada a infração ao disposto no art. 65-B, § 1º, incisos II, III e IV da Instrução 409. No entanto, na dosimetria da pena, levarei em consideração que (i) a referida norma havia entrado em vigor em 02/07/2012, isto é, poucos meses antes da inspeção, (ii) a ausência de qualquer problema de liquidez observado nos fundos administrados pela Um Investimentos ao tempo dos fatos apurados neste processo.



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

III.5 – Art. 65-B, § 2º – Testes de Estresse Periódicos

93. Ainda em matéria de gestão de liquidez, a SIN constatou, com base no relatório de inspeção, que os testes de estresse que a Um Investimentos realizava periodicamente sobre as carteiras dos fundos administrados não levavam em conta (i) as movimentações do passivo e (ii) as obrigações dos fundos administrados (fls. 83 do doc. 0114366 e item 84 do doc. 0130737).

94. Cuida-se de infração de natureza objetiva, de simples aferição, que não foi contestada pela defesa. A meu ver, as provas coligidas nos autos, resultantes da inspeção *in loco* realizada na Administradora, são suficientes para concluir que houve infração ao disposto no art. 65-B, § 2º, da Instrução 409.⁵

95. No entanto, na dosimetria da pena, levarei em consideração que (i) a referida norma havia entrado em vigor em 02/07/2012, isto é, poucos meses antes da inspeção, (ii) a ausência de qualquer problema de liquidez observado nos fundos administrados pela Um Investimentos ao tempo dos fatos apurados neste processo.

III.6 – Art. 65-B, § 5º, inciso III – Gestão de Liquidez de Investimentos em Cotas de Fundos

96. O art. 65-B, § 5º, da Instrução 409 estabelece regras específicas de gestão de liquidez na hipótese de o fundo investir em cotas de outros fundos. Segundo o dispositivo, nesse caso, o administrador deve avaliar a liquidez do fundo investido, considerando, no mínimo, (i) o volume investido, (ii) as regras de pagamento de resgate do fundo investido, (iii) os sistemas e as ferramentas de gestão de liquidez utilizadas pelo administrador e gestor do fundo investido.

97. Alguns fundos administrados pela Um Investimentos, como o Brasil Futuro – FIA e o Equity Trader Fundo de Investimento Multimercado, possuíam em seus regulamentos (0114439 e 0114441) previsão de investimento em cotas de fundos de investimento imobiliários e em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios, ou seja, fundos fechados que são usualmente de baixa liquidez e com prazo de resgate longo.

⁵ “§ 2º O administrador deve submeter a carteira do fundo a testes de estresse periódicos com cenários que levem em consideração, no mínimo, as movimentações do passivo, liquidez dos ativos, obrigações e a cotização do fundo” (grifou-se).



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

98. Durante a inspeção, o funcionário Y.M.M. da área de **back office** declarou que a Um Investimentos não investia nesses dois tipos de fundos, mas caso investisse, o gestor do fundo investidor negociaria antecipadamente com o **back office** responsável pela gestão de liquidez dos fundos administrados a melhor forma de monitoramento da liquidez do fundo investido (itens 88-89 do doc. 0130737 e fls. 84 do doc. 0114366).

99. Concordo com a SIN de que essa resposta evidencia que a Administradora não tinha por procedimento avaliar os sistemas e ferramentas de gestão de liquidez utilizados pelo administrador e gestor do fundo investido, em contrariedade ao disposto no art. 65-B, § 5º, da Instrução nº 409.

100. No entanto, na dosimetria da pena, levarei em consideração que (i) a referida norma havia entrado em vigor em 02/07/2012, isto é, poucos meses antes da inspeção, (ii) a ausência de qualquer problema de liquidez observado nos fundos administrados pela Um Investimentos ao tempo dos fatos apurados neste processo.

IV – Da Responsabilidade Pessoal do Diretor Responsável

101. Além da Um Investimentos, também deve ser responsabilizado pelas infrações apuradas neste processo o diretor responsável, nos termos do art. 7º, II, da Instrução CVM nº 306, de 1999, pela atividade de administração de carteira da instituição. À época dos fatos, tal cargo era ocupado pelo acusado Fernando Opitz.

102. O defendente, contudo, contesta a sua responsabilidade pessoal sob a alegação de que os atos praticados pela Um Investimentos somente poderiam ser imputados à própria pessoa jurídica. Argumenta, ademais, que a acusação não teria conseguido apontar uma conduta específica e culposa da sua parte, de modo que não se poderia admitir, em sede administrativa, a responsabilidade objetiva e solidária por decisões tomadas pela sociedade administradora.

103. Alega ainda nessa direção que a tese citada no Termo de Acusação referente ao ‘centro de imputação de responsabilidade’ carece de qualquer fundamento jurídico. Um vez que teria agido como órgão da Administradora, não caberia responsabilizá-lo pessoalmente por atos praticados dentro dos limites de sua função.



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

104. O argumento, contudo, não procede. Ao assumir o cargo na Um Investimentos, Fernando Opitz tinha plena ciência do regime jurídico a que se submetia. A Instrução 306, editada há quase vinte anos, exigia de cada gestora a nomeação de um diretor encarregado de zelar pelo cumprimento da legislação e do regulamento dos fundos.⁶ Cuida-se de uma característica estruturante da regulação da indústria de administração de carteiras, plenamente conhecida de todos os seus participantes.

105. Como este Colegiado já teve a oportunidade de esclarecer em julgamento realizado em 9.8.2011:

“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”.⁷

106. Em outra oportunidade, destacou-se na mesma direção que:

“12. A nomeação de um diretor responsável perante a CVM é um mecanismo cuja finalidade é a criação de um núcleo de imputabilidade nos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários. Aos diretores é atribuída a qualidade de centros de imputação de responsabilidade. Esses diretores têm plena ciência desta qualidade quando assumem os respectivos cargos. Trata-se de uma estratégia regulatória legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas desses prestadores de serviços, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, provenientes da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição”.⁸

107. Diferentemente do alegado pela defesa, a responsabilidade do diretor responsável não é objetiva nem solidária ao da sociedade administradora. Ao reverso, afigura-se pessoal e subjetiva, pois o diretor responde apenas nos limites da sua culpa, não sendo passível de punição caso reste demonstrado nos autos que tenha adotado as providências cabíveis para evitar a produção da irregularidade. Nessa direção, confira-se a decisão abaixo transcrita:

“[...] como diretor responsável, pessoa que existe na regulamentação exatamente para assegurar em nome da pessoa jurídica, que evidentemente não tem vontades,

⁶ Tal exigência encontra-se atualmente prevista na Instrução CVM nº 558/2015.

⁷ PAS CVM RJ2010/9129, julg. 9.8.2011, trecho do voto do Dir. Rel. Otavio Yazbek.

⁸ PAS CVM 08/2004, julg. 6.12.2012, trecho do voto da Dir. Rel. Luciana Dias.



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

que as normas aplicáveis sejam por ela respeitadas, o diretor responsável só poderia ser eximido de culpa no caso em que ficasse demonstrado que ele tomou cuidados e providências para garantir o cumprimento dessas obrigações, que apesar de sua atuação não teriam sido seguidas.”⁹

108. No mesmo sentido, posicionou-se este Colegiado no julgamento do já mencionado PAS 08/2004, como se vê do seguinte trecho do voto da Relatora:

“13. A responsabilização dos centros de imputação muitas vezes prescinde da individualização específica da conduta. Essa estratégia, porém, está longe do instituto da responsabilidade objetiva, em que a avaliação da culpa ou do dolo do indivíduo é dispensável. O diretor responsável sempre pode comprovar que promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos foram satisfatoriamente implementados e o diretor provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade do diretor.”

109. No caso em apreço, a responsabilização do diretor responsável mostra-se plenamente justificada. Afinal, as infrações apuradas neste processo não dizem respeito a erros operacionais ou a desvios pontuais de conduta de algum funcionário da Administradora, que poderiam escapar do alcance da atuação pessoal do diretor.

110. Ao contrário, foram encontradas no presente caso diversas irregularidades nas políticas, nos procedimentos e nos controles internos da Administradora. Trata-se de infrações nitidamente institucionais, que dizem respeito à própria organização da Um Investimentos. Por isso, a meu ver, é inegável que o diretor responsável tenha responsabilidade por elas.

IV – Da Conclusão

111. Passo à conclusão do meu voto. As infrações apuradas neste processo variam em gravidade. Ao longo do voto, ao examinar cada uma delas, registrei a necessidade de levar em consideração, na dosimetria das penalidades, algumas circunstâncias atenuantes, como o tamanho reduzido do setor de administração de carteiras da Um Investimentos e o período relativamente curto de atuação da Administradora nessa atividade, que havia iniciado aproximadamente dez meses antes de realizada a inspeção.

⁹ PAS CVM RJ2005/8510, julg. 4.4.2007, trecho do voto da Dir. Rel. Maria Helena Santana.



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

112. Tais fatos, evidentemente, não afastam a materialidade das infrações, pois, ainda que fosse de pequeno porte, a Administradora não poderia furtar-se de observar a regulamentação aplicável. Além disso, ao decidir atuar na área de administração de fundos de investimentos, a referida instituição deveria ter se certificado de que dispunha de todas as políticas, os procedimentos e os controles internos apropriados para cumprir as regras emanadas do órgão regulador.

113. A meu ver, esse foi o grande equívoco cometido pela Um Investimentos no caso em apreço: decidiu iniciar suas atividades de administração de fundos de investimento sem fazer os investimentos necessários para se estruturar adequadamente. A consequência daí decorrente é que a Administradora passou a desempenhar as referidas atividades com diversas fragilidades e inconsistências, colocando em risco a segurança dos investimentos dos cotistas.

114. Aliás, devo dizer que, se os fatos apurados neste processo ocorressem nos dias atuais, a avaliação da gravidade das infrações seria diversa, pois, diferentemente do que a defesa alegou em diversas oportunidades, a Um Investimentos continua ativa na administração de fundos de investimentos, sendo diretamente responsável por 8 fundos com patrimônio líquido total de R\$ 234.512.988,96. Além disso, a Um Investimentos adquiriu recentemente¹⁰ a totalidade do controle da Bridge Administradora, incorporando, dessa forma, R\$3,7 bilhões de recursos à sua atividade de administração.

115. Em definitivo, a Um Investimentos é hoje uma participante relevante do mercado de administração fiduciária de fundos de investimentos. Por isso eu espero que este julgamento produza o desejado efeito pedagógico e sirva de incentivo para que a referida instituição cumpra de forma exemplar a regulamentação vigente.

116. Dito isso, vislumbro outra circunstância atenuante a ser considerada, qual seja, o esforço empreendido pelos acusados para corrigir as irregularidades identificadas durante a inspeção da SFI. Embora não possa o regulado aguardar a fiscalização do órgão regulador para passar a observar a regulamentação vigente, há de ser valorada positivamente a sua postura na resolução das falhas identificadas, como, por exemplo, a adoção de uma política de

¹⁰ V. <https://www.segs.com.br/demais/118405-corretora-um-investimentos-anuncia-aquisicao-de-bridge-e-terra-nova>.



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

gestão de riscos de liquidez quando da atualização em 2014 do documento “Manual de Gestão de Risco, Fundos, Clubes de Investimento e Carteiras Administradas”.

117. Em contrapartida, há de se ter em conta, na definição das penas, a reincidência da Um Investimentos S.A. CTVM, em razão da condenação confirmada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) anteriormente às infrações apuradas no presente processo.¹¹ Também serão consideradas outras duas condenações administrativas definitivas, que, embora não constituam reincidência, servem para valorar a conduta da acusada.¹²

118. Da mesma forma, será considerada a reincidência de Fernando Opitz, em razão da condenação administrativa confirmada pelo CRSFN em 24.8.2009¹³, no âmbito do PAS CVM nº SP2002/00049.

119. Por todo o exposto, voto nos seguintes termos:

(a) em relação à **Um Investimentos S.A. CTVM**,

- i. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 40.000,00 (quarenta mil reais), por infração ao art. 14, inciso III, ‘c’, da Instrução CVM nº 306/1999;
- ii. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), por infração ao art. 14, parágrafo único, da Instrução CVM nº 306/1999;
- iii. condenação à penalidade pecuniária de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), por infração ao art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306/1999;
- iv. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 10.000,00 (dez mil reais), por infração ao art. 15, inciso III, da Instrução CVM nº 306/1999;

¹¹ A inspeção da SFI teve por data-base 31.12.2012. Em 20.4.2012 foi publicado o acórdão do CRSFN, que manteve as condenações da Um Investimentos no âmbito do PAS CVM nº SP2007/00167.

¹² A Um Investimentos também foi condenada no âmbito do PAS CVM nº SP2010/0001 (acórdão do CRSFN publicado em 28.11.2014) e do PAS CVM nº 20/2005 (acórdão do CRSFN publicado em 30.4.2015).

¹³ Acórdão do CRSFN publicado em 6.10.2009.



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

- v. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 30.000,00 (trinta mil reais), por infração ao art. 65-B, incisos I e II, da Instrução CVM nº 409/2004;
 - vi. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 30.000,00 (trinta mil reais), por infração ao art. 65-B, § 1º, incisos II, III e IV, da Instrução CVM nº 409/2004;
 - vii. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 30.000,00 (trinta mil reais), por infração ao art. 65-B, § 2º, da Instrução CVM nº 409/2004; e
 - viii. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 30.000,00 (trinta mil reais), por infração ao art. 65-B, § 5º, inciso III, da Instrução CVM nº 409/2004;
- (b) em relação à **Fernando Opitz**, na qualidade de diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários da Um Investimentos S.A. CTVM:
- i. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), por infração ao art. 14, inciso III, 'c', da Instrução CVM nº 306/1999;
 - ii. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), por infração ao art. 14, parágrafo único, da Instrução CVM nº 306/1999;
 - iii. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais), por infração ao art. 15, inciso I da Instrução CVM nº 306/1999;
 - iv. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 5.000,00 (cinco mil reais), por infração ao art. 15, inciso III, da Instrução CVM nº 306/1999;



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

- v. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 15.000,00 (quinze mil reais), por infração ao art. 65-B, incisos I e II, da Instrução CVM nº 409/2004;
- vi. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 15.000,00 (quinze mil reais), por infração ao art. 65-B, § 1º, incisos II, III e IV, da Instrução CVM nº 409/2004;
- vii. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 15.000,00 (quinze mil reais), por infração ao art. 65-B, § 2º, da Instrução CVM nº 409/2004; e
- viii. com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, condenação à penalidade pecuniária de R\$ 15.000,00 (quinze mil reais), por infração ao art. 65-B, § 5º, inciso III, da Instrução CVM nº 409/2004.

120. Voto ainda pela absolvição de ambos os acusados da imputação de infração ao disposto no art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004.

É como voto.

Rio de Janeiro, 23 de outubro de 2018.

Pablo Renteria

DIRETOR RELATOR