



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 2016/295

Reg. Col. n.º 0277/16

Acusados: HSBC C.T.V.M. S.A.
Gilberto Poso
Governança e Gestão Investimentos Ltda.
Antônio Kandir

Assunto: Apurar eventuais irregularidades envolvendo a administração e gestão dos fundos de investimento Babel FIM e MAP FIM no período de dezembro de 2010 a maio de 2013

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

RELATÓRIO

I. OBJETO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN” ou “Acusação”) para apurar eventuais irregularidades envolvendo a administração e gestão dos fundos de investimento Babel FIM e MAP FIM (respectivamente, “Fundo Babel” e “Fundo MAP” e, em conjunto, “Fundos Exclusivos”) no período de dezembro de 2010 a maio de 2013.

2. A administradora fiduciária HSBC CTVM S.A. (“HSBC” ou “Administradora Fiduciária”) é acusada (i) pela ausência de aprovação das demonstrações financeiras dos Fundos Exclusivos nos exercícios encerrados em abril de 2011 e abril de 2012 e pela ausência de comprovação de que as mesmas tenham sido objeto de deliberações pelas respectivas assembleias gerais (violação ao artigo 49¹ da Instrução CVM nº 409/2004); (ii) pelo registro equivocado no balancete mensal do

¹ Art. 49. Anualmente a assembléia geral deverá deliberar sobre as demonstrações contábeis do fundo, fazendo-o até 120 (cento e vinte) dias após o término do exercício social. §1º A assembléia geral a que se refere o caput somente pode ser realizada no mínimo 30 (trinta) dias após estarem disponíveis aos cotistas as demonstrações contábeis auditadas relativas ao exercício encerrado. §2º A assembléia geral a que comparecerem todos os cotistas poderá dispensar a observância do prazo estabelecido no parágrafo anterior, desde que o faça por unanimidade.



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

Fundo MAP de janeiro de 2012 (violação ao artigo 65, I, alínea ‘e’² da Instrução CVM nº 409/2004); (iii) pela falta de diligência evidenciada pela ausência de definição precisa do termo *trades* nas políticas de investimentos dos Fundos Exclusivos (violação ao artigo 65-A, I³ da Instrução CVM nº 409/2004); e (iv) por não ter fiscalizado a atuação do gestor do Fundo MAP de modo diligente, proativo e tempestivo no que concerne ao desenquadramento ativo da carteira desse fundo, e por não ter informado a CVM sobre esse desenquadramento (violação ao artigo 65-A,I, ao artigo 65, XV⁴ e ao artigo 88, §1º⁵, da Instrução CVM nº 409/2004).

3. Por sua vez, a gestora Governança e Gestão Investimentos Ltda. (“G&G Investimentos” ou “Gestora”) é acusada pelo descumprimento da política de investimento estabelecida no regulamento do Fundo MAP, ocasionando o desenquadramento ativo da carteira desse fundo (violação ao artigo 88, *caput*, da Instrução CVM nº 409/2004⁶).

4. A Acusação imputa a Gilberto Poso, na qualidade de diretor responsável pela atividade de administração de fundos de investimento da HSBC à época dos fatos apurados, e a Antônio Kandir, na qualidade de diretor responsável pela atividade de administração de carteiras da G&G Investimentos no mesmo período, as mesmas responsabilidades atribuídas às pessoas jurídicas as quais estavam relacionados.

II. ORIGEM

5. Este processo teve origem em reclamação formulada por M.A., cotista exclusivo do Fundo Babel e do Fundo MAP (“Cotista Exclusivo”), em 10.04.2013 (“Reclamação”)⁷. Alega o Cotista

² Art. 65. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: I – diligenciar para que sejam mantidos, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem: [...] e) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo;

³ Art. 65 –A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;

⁴ Art. 65. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: [...] XV – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.

⁵ Art. 88 [...] §1º Sem prejuízo da responsabilidade do gestor, o administrador deverá informá-lo, e à CVM, da ocorrência de desenquadramento, até final do dia seguinte à data do desenquadramento.

⁶ Art. 88. O administrador e o gestor respondem pela inobservância dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro, de composição e concentração de carteira, e de concentração em fator de risco, estabelecidos nesta Instrução e no Regulamento.

⁷ Fls. 32/79.



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

Exclusivo que, entre maio e junho de 2012, os Fundos Exclusivos sofreram consideráveis prejuízos em razão de condutas irregulares praticadas tanto pela HSBC quanto pela G&G Investimentos.

6. As alegações do Cotista Exclusivo foram apuradas no Processo CVM nº RJ 2013/5291. Ao final de sua análise, a SIN considerou improcedentes as reclamações do Cotista Exclusivo referentes a quatro pontos⁸: **(i)** desrespeito ao perfil de investidor; **(ii)** alteração unilateral da política de investimentos; **(iii)** desrespeito à política de investimento; e **(iv)** realização de operações fraudulentas.⁹ Os demais pontos da Reclamação, descritos na seção seguinte deste relatório, foram considerados procedentes e embasaram à Acusação.

III. ACUSAÇÃO

III.1. DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DOS FUNDOS EXCLUSIVOS

7. O Cotista Exclusivo alega que as demonstrações financeiras dos Fundos Exclusivos referentes aos exercícios sociais encerrados em abril de 2011 e em abril de 2012 não foram disponibilizadas pela HSBC e, conseqüentemente, não foram por ele aprovadas, em violação ao que determina o artigo 49 da Instrução CVM nº 409/2004.

8. Questionada sobre o fato¹⁰, a HSBC entendeu inexistir qualquer irregularidade, uma vez que: **(i)** ambos os Fundos Exclusivos eram destinados a investidor qualificado; **(ii)** por se tratarem de veículos destinados apenas ao Cotista Exclusivo, o fluxo de comunicação se dava de modo bastante informal. Alegou, ainda, que **(iii)** só teria notado a inexistência de aprovação formal das demonstrações financeiras quando da transferência dos Fundos Exclusivos para outro administrador, e nesse momento não houve êxito nas tentativas de se obter a formalização da aprovação das demonstrações junto ao Cotista Exclusivo¹¹. No mesmo sentido se manifestou Gilberto Poso, quando indagado sobre esse ponto¹²⁻¹³.

9. Para a SIN, os argumentos dos acusados não seriam aptos a afastar a irregularidade, uma vez que a Instrução CVM nº 409/2004 em momento algum exige o administrador de obter a aprovação das demonstrações financeiras dos fundos que administra por seus cotistas, nem afasta

⁸ Fls. 239/269.

⁹ Item 9 do Termo de Acusação.

¹⁰ Ofício CVM/SIN/GIF nº 60/2014, de 10.01.2014 (fl. 88).

¹¹ Fls. 89/92.

¹² Ofício CVM/SIN/GIA nº 320/2016, de 23.02.2016 (fl. 233/234).

¹³ Fls. 235/237.



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

a competência da assembleia geral de cotistas para deliberar sobre esses documentos. Entende, também, que, mesmo que o Cotista Exclusivo tivesse aprovado essas demonstrações financeiras informalmente, a norma exige que a aprovação seja realizada por meio de deliberação em assembleia geral.

10. Em razão da interpretação da SIN, HSBC e seu diretor responsável foram acusados de infração ao artigo 49 da Instrução CVM nº 409/2004.

III.2. REGISTROS CONTÁBEIS DO FUNDO MAP

11. A segunda reclamação do Cotista Exclusivo encampada pela Acusação se refere ao montante registrado na conta de “Despesas de Serviços do Sistema Financeiro” no balancete mensal do Fundo MAP referente ao mês de janeiro de 2012.

12. Questionada sobre esse ponto¹⁴, a HSBC alegou que um erro operacional pontual em operações de compra e venda de ações resultou em despesas de corretagens incorretas. Demonstrou, contudo, que o valor efetivamente pago pelo Fundo MAP foi correto, não havendo, portanto, qualquer prejuízo para o Cotista Exclusivo. Ao mesmo tempo, reconheceu que o valor foi indevidamente lançado na conta “Despesa do Sistema Financeiro”, pois deveria ter sido lançado como estorno de receita, ao invés de despesas com corretagem¹⁵.

13. Para a Acusação, o fato de o erro não ter acarretado prejuízo financeiro para o cotista não descaracteriza a infração ao artigo 65, I, alínea ‘e’ da Instrução CVM nº 409/2004, uma vez que houve erro nos registros contábeis do Fundo MAP e nos balancetes apresentados.

III.3. FALTA DE TRANSPARÊNCIA NA POLÍTICA DE INVESTIMENTOS DOS FUNDOS EXCLUSIVOS

14. A terceira acusação se refere ao emprego do termo *trades*, sem uma definição precisa, nos regulamentos dos Fundos Exclusivos¹⁶.

15. Os *trades* eram genericamente definidos nos regulamentos como “oportunidades de curto prazo”, que poderiam envolver até 30% do patrimônio líquido do Fundo MAP ou 50% do patrimônio líquido do Fundo Babel. Os regulamentos, no entanto, não estabeleciam quais seriam

¹⁴ Ofício CVM/SIN/GIA nº 444/2015 (fls. 93/96).

¹⁵ Fls. 97/110.

¹⁶ O termo aparece no artigo 10, §3º, Quadro A, dos regulamentos do Fundo MAP, de 02.04.2012 (fls. 111/142), e do Fundo Babel, de 13.06.2011 (fls. 143/165).



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

os tipos de operações englobadas pelo termo, nem definiam qual prazo deveria ser considerado “curto”.

16. Em sua Reclamação, o Cotista Exclusivo alegou não existir “definição, legal ou regulamentar, do que seriam ‘Trades’ nem mesmo o termo ‘curto prazo’ referidos em tais Regulamentos. A mera indicação de tais termos como limite de concentração por ativo representa por si só uma infração à obrigação de atuação dos administradores de carteiras de valores mobiliários com transparência, um dos pilares que norteiam a atividade e regulamentação do exercício das suas funções.”

17. Em sua apuração, a SIN verificou que o Cotista Exclusivo, a HSBC e a G&G Investimentos tinham, cada um, um entendimento diferente para o termo *trades*:

- (i) para o Cotista Exclusivo, *trades* seriam “*opções em posições lançadas e titulares envolvendo ações ou índices com vencimento dentro de, no máximo, 03 (três) meses contados da contratação da opção*”¹⁷;
- (ii) para a HSBC, *trades* seriam “*como ‘operações de curto prazo’ para as ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade de balcão organizado, bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósitos de ações admitidos à negociação em bolsa ou balcão organizado; BDR nível II e III; ou quotas de Fundos de investimento em quotas de fundos de investimento regulado pela CVM 409 e quotas de fundos de índice de ações, que devem ser sempre igual ou inferior a um determinado percentual (30% para o [Fundo] MAP e 50% para o [Fundo] Babel) para que não houvesse o desenquadramento da carteira dos fundos*”¹⁸; e
- (iii) para a G&G Investimentos, o termo *trades* “*se referia a ‘oportunidades de curto prazo’.* No contexto de gestão de risco dos Fundos, as operações com ‘trades’ visavam obter ganhos financeiros mais agressivos, envolvendo, portanto, operações de maior risco. Os únicos documentos contendo a definição de ‘trades’ são os próprios Regulamentos dos Fundos [...] Quanto aos ativos que poderiam integrar tal categoria, ‘trades’ abrangiam operações de arbitragem/estruturadas envolvendo ações, índices futuros, derivativos, enfim, qualquer ativo de curto prazo (com vencimento inferior ao período de um ano)”¹⁹.

¹⁷ Fl. 37.

¹⁸ Fl. 171.

¹⁹ Fl. 174.



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

18. Diante dessa discrepância entre as definições de um termo relevante para as políticas de investimentos disposta nos regulamentos dos Fundos Exclusivos, a Acusação concluiu que a utilização do termo *trades* de forma genérica, sem uma definição precisa na política de investimentos dos Fundos Exclusivos evidenciaria falta de diligência da HSBC em garantir um regulamento claro, no melhor interesse do cotista, em desacordo com o previsto no artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004.

III.4. DESENQUADRAMENTO DA CARTEIRA DO FUNDO MAP

19. A quarta e última acusação é de inobservância dos limites de concentração estabelecidos nos regulamentos dos Fundos Exclusivos.

20. Trata-se da principal discussão do processo. De um lado, o Cotista Exclusivo alega que as perdas sofridas pelos Fundos Exclusivos decorreram de operações realizadas nos mercados derivativos – opções de ações e índices – que excederam os limites para *trades* fixados nas políticas de investimentos.

21. A SIN aponta que as perdas sofridas pelos Fundos Exclusivos decorreram, de fato, de operações com opções de ações e índices. Para análise do desenquadramento, a Acusação entende imprescindível estabelecer o conceito de *trades* que deveria ser utilizado para análise do caso.

22. Diante da falta de maiores esclarecimentos nos regulamentos dos Fundos Exclusivos bem como da falta de consistência entre as interpretações adotadas pelo Cotista Exclusivo, pela HSBC e pela G&G Investimentos (vide item III.3), e considerando a competência atribuída pelos regulamentos ao Comitê de Investimento para estabelecer limites, a SIN decidiu aprofundar a sua análise.

23. Nesse trabalho, a SIN apurou que os relatórios preparados pela Gestora, apresentados ao Comitê de Investimento e regularmente enviados ao Cotista Exclusivo, analisavam individualmente cada estratégia e consistentemente adotavam o entendimento de que a estratégia *trades* referia-se unicamente a opções de ações ou índices.

24. Com relação ao conceito de curto prazo, diante da divergência entre os prazos apontados pelo Cotista Exclusivo (três meses) e pela Gestora (um ano), a SIN adotou o maior, uma vez que esse é mais conservador no exame do possível desenquadramento, na medida em que faz com que mais ativos fiquem sujeitos aos limites fixados nas Políticas de Investimento.



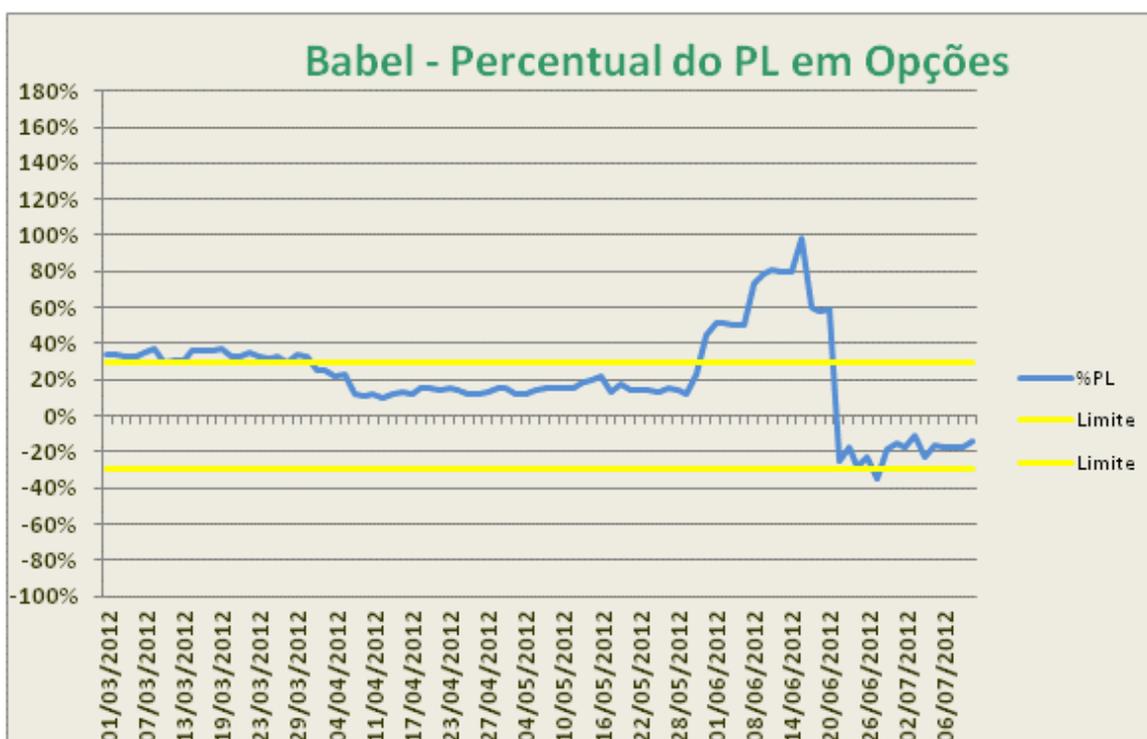
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

25. Assim, “exclusivamente para os fins de apuração dos fatos concernentes ao presente processo”, a Acusação considerou que a modalidade *trades* seria “composta por Opções Lançadas e Titulares de Ações ou Índices com prazo inferior a um ano”²⁰.

26. Com base nessa definição a SIN analisou se houve, de fato, desenquadramento das carteiras dos Fundos Exclusivos, utilizando-se dos dados de custódia fornecidos pela BM&FBOVESPA²¹ e dos valores de patrimônio líquido fornecidos constantes dos informes diários enviados pela HSBC à CVM. Nesse ponto, a Acusação ressaltou que nenhum dos Fundos possuía opções com prazo superior a um ano.

27. A tabela abaixo resume as conclusões da Acusação acerca do percentual do patrimônio líquido do Fundo Babel alocado em opções entre os meses de março e julho de 2012:



28. A próxima tabela se refere ao exame percentual do patrimônio líquido do Fundo MAP alocado em opções no mesmo período:

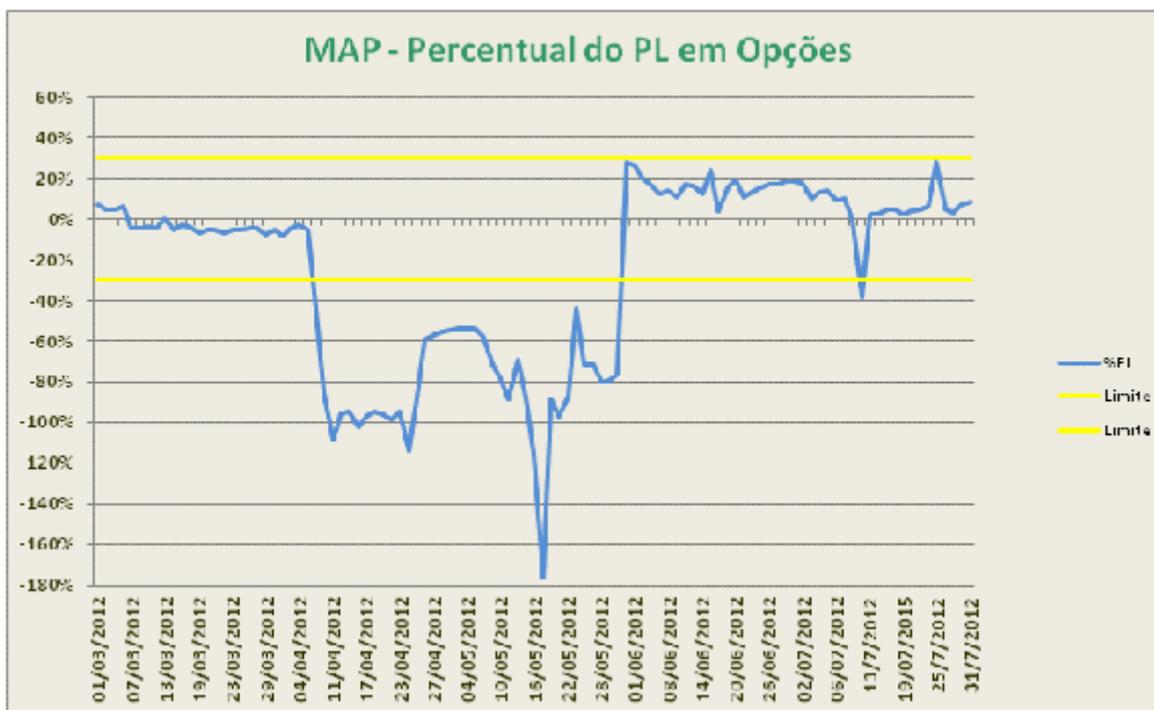
²⁰ Item 57 do Termo de Acusação.

²¹ CD da fl.31, pasta “Custódia BM&F”, compilados no arquivo “Cálculos com Dados Bovespa”.



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



29. Com base nesses dados, a Acusação concluiu que o limite de 30% do patrimônio líquido em “trades” foi ultrapassado em ambos os Fundos Exclusivos. Segundo a SIN, no caso do Fundo MAP o desenquadramento teria sido mais agudo, indo do início do mês de abril ao início de junho de 2012. Já no Fundo BABEL, o desenquadramento perdurou por um período menor, concentrado entre o final de maio e meados de junho²².

30. Instados a se manifestar, a Administradora Fiduciária e a Gestora apresentaram valores de patrimônio líquido e de *trades* que divergiam daqueles utilizados pela SIN em sua análise²³.

31. Com relação ao patrimônio líquido dos Fundos Exclusivos, após questionamentos específicos, a SIN concluiu não restar “dúvida que a informação correta era o patrimônio líquido calculado pela HSBC CTVM e informado regularmente à CVM, enquanto os dados produzidos pela G&G INVESTIMENTOS referiam-se a informações alternativas, mais voltadas para a gestão dos fundos de investimentos.”²⁴

32. Com relação ao valor dos *trades*, a G&G Investimentos apontou que os calculava segundo uma metodologia própria, que ajustava o valor dos ativos mesmo em períodos em que esses não

²² Itens 72 e 73 do Termo de Acusação.

²³ Cf. Tabela 5 do Termo de Acusação (item 76).

²⁴ Item 80 do Termo de 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

havia sido negociados. Assim, enquanto a Administradora Fiduciária “*utilizava como valor de mercado o preço do ativo na última data em que tal ativo foi negociado, desconsiderando fatores como volatilidade, preço de exercício e variação de preço do ativo subjacente*”, a Gestora atualizava o valor de mercado para refletir o valor presente de cada opção mantida na carteira dos Fundos Exclusivos²⁵. Afirmou, ainda, que o seu modelo teria sido extensamente discutido com a HSBC e o Cotista Exclusivo, mas não apresentou qualquer documentação que comprovasse essas conversas, o que levou a SIN a manter suas conclusões iniciais e a utilizar, para fins de verificação de enquadramento, o valor das opções obtidas junto à BM&FBOVESPA²⁶.

33. A Gestora defendeu, ainda, que os cálculos fossem feitos de maneira consolidada, alegando ter sido essa a forma acertada com o Cotista Exclusivo e com o Comitê de Investimentos. A SIN, contudo, considerou que esse padrão seria inadequado “para o controle dos limites de concentração da categoria ‘trades’, que, por previsão nos regulamentos, deveria ser realizado de forma individualizada para cada um dos Fundos. Embora houvesse um único comitê de investimentos para os dois fundos, nem as atas de assembleia (fls. 182/193) que instituíram o Comitê, nem a ata de sua primeira reunião (fls. 194/195) previam que os controles de concentração da categoria ‘trade’ dar-se-iam de forma consolidada.”²⁷

34. A Acusação, por fim, acaba por se concentrar no Fundo MAP, especialmente no período de 04.05.2012 até 18.06.2012, quando o Comitê de Investimentos decidiu por acompanhar a gestão dos fundos mais de perto, reduzindo a autonomia da Gestora²⁸. Para a SIN, os dados coletados indicariam que o desenquadramento do referido fundo precederia os fatos indicados pela G&G Investimentos como causadores do prejuízo, todos relacionados à crise grega. Essa, segundo a Acusação, somente teria intensificado a exposição excessiva prévia do Fundo MAP²⁹.

35. Diante desses fatos, a Acusação concluiu que, no período de 04.05.2012 a 30.05.2012, houve desenquadramento ativo da carteira do Fundo MAP o que caracterizaria a infração, pela G&G Investimentos, ao disposto no artigo 88, *caput*, da Instrução CVM nº 409/2004. Ademais, a despeito de ter ultrapassado o limite de 30% do patrimônio líquido alocado em *trades*, não há qualquer registro de que a HSBC tenha comunicado a CVM ou a própria Gestora sobre a ocorrência de desenquadramento de carteira, conforme exigido pelo artigo 88, §1º, da Instrução

²⁵ Correspondência de fls. 173/181.

²⁶ Itens 90-92 do Termo de Acusação.

²⁷ Item 75 do Termo de Acusação.

²⁸ Fls. 86/87.

²⁹ Itens 97-101 do Termo de 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

CVM nº 409/2004³⁰. Devido a isso, a Acusação considerou que a HSBC infringiu o disposto no artigo 65, XV, e no artigo 65-A, I, ambos da Instrução CVM nº 409/2004.

IV. DEFESA DE HSBC E GILBERTO POSO

36. Em 13.05.2016, HSBC e Gilberto Poso apresentaram defesa conjunta³¹ (“Defesa HSBC”).

37. Preliminarmente, a Defesa HSBC realiza uma breve descrição da cronologia dos principais eventos na vida dos Fundos Exclusivos. Em síntese, os defendentes reiteram o caráter de investidor profissional (ou super-qualificado, como era denominado à época dos fatos) do Cotista Exclusivo e deixam claro o momento em que o termo *trades* surgiu pela primeira vez no regulamento dos Fundos Exclusivos (importante salientar que foi após a entrada da HSBC na administração dos Fundos Exclusivos).

38. Passo, a seguir, a relatar todos os argumentos da Defesa HSBC.

IV.1. REGISTROS CONTÁBEIS DO FUNDO MAP

39. HSBC e Gilberto Poso alegam que houve um “pontual erro operacional no lançamento de compra e venda de opções, resultando em despesas de corretagens incorretas na contabilidade do [Fundo] MAP”.³²

40. Segundo a Defesa HSBC, em 19.01.2012, o Fundo MAP realizou operações de compra e venda de opções, nos montantes de R\$4.450.000,00 (quatro milhões, quatrocentos e cinquenta mil reais) (compra de opções) e R\$3.708.250,00 (três milhões, setecentos e oito mil, duzentos e cinquenta reais) (venda de opções). O valor final da operação foi de R\$741.750,00 (setecentos e quarenta e um mil, setecentos e cinquenta reais) e gerou despesas de corretagem no valor de R\$58.929,59 (cinquenta e oito mil, novecentos e vinte e nove reais e cinquenta e nove centavos), sendo o valor líquido da nota de corretagem de R\$800.679,59 (oitocentos mil, seiscentos e setenta e nove reais e cinquenta e nove centavos).

41. Porém, em razão de um erro operacional, o sistema de ativos calculou incorretamente algumas dessas operações e suas respectivas despesas de corretagens, totalizando uma nota de

³⁰ Art. 88, §1º Sem prejuízo da responsabilidade do gestor, o administrador deverá informá-lo, e à CVM, da ocorrência de desenquadramento, até final do dia seguinte à data do desenquadramento.

³¹ Fls. 605/640.

³² Item 29 da Defesa HSBC.



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

corretagem no valor incorreto de R\$2.027.200,00 (dois milhões, vinte e sete mil e duzentos reais)³³.

42. Não obstante esse ter sido o valor lançado na conta “Despesas de Serviços do Sistema Financeiro”, ainda segundo a Defesa HSBC, o processador do Fundo MAP identificou o erro e estornou os lançamentos indevidos no sistema de ativos, lançando, ao final, o valor correto dos negócios e despesas de corretagem. Assim, o Fundo MAP pagou o valor correto de R\$58.929,59 (cinquenta e oito mil, novecentos e vinte e nove reais e cinquenta e nove centavos) a título de despesas de corretagem.

43. Dessa forma, de acordo com a Defesa HSBC, a Administradora Fiduciária “não pode ser penalizada pelo cometimento de um equívoco sem qualquer consequência ou prejuízo ao [Fundo] MAP e ao Cotista Exclusivo, que apenas não foi sanado, pois, quando ciente da informação equivocada nos registros contábeis do [Fundo] MAP já não lhe era assegurado a oportunidade de saná-lo”.³⁴

IV.2. REDAÇÃO DOS REGULAMENTOS DOS FUNDOS EXCLUSIVOS

44. A Defesa HSBC reiterou a definição de *trades* fornecida à CVM em manifestação de 24.10.2014. Além disso, afirma que, ao adotar essa interpretação do termo *trades*, a HSBC “(i) se limitou a interpretar o termo “oportunidades”, expressamente incluído nos regulamentos como “operações”, já que, no caso dos Fundos [Exclusivos], as oportunidades se materializam por meio de operações, sendo esta a única interpretação possível e razoável; e (ii) aplicou a definição amplamente divulgada no mercado, identificando expressamente os ativos que poderiam compor a carteira dos Fundos Exclusivos que poderiam estar sujeitos a este tipo de negociação.”³⁵

45. Ainda segundo a Defesa HSBC, não se pode afirmar que os regulamentos dos Fundos Exclusivos são imprecisos porque o termo *trades* não foi expressamente citado nos quadros de limites por modalidade de ativo financeiro. Para a Defesa HSBC, o termo não é mencionado porque seu significado ultrapassa o conceito de “modalidade de ativo financeiro”, sendo uma “mera estratégia de investimento aplicável a vários ativos mencionados naquele quadro”.³⁶

46. HSBC e Gilberto Poso afirmam, ainda, que foi uma surpresa saber que existiam relatórios disponibilizados aos membros dos Comitês de Investimento dos Fundos Exclusivos que davam ao

³³ Item 30 da Defesa HSBC.

³⁴ Item 34 da Defesa HSBC.

³⁵ Item 41 da Defesa HSBC.

³⁶ Item 42 da Defesa HSBC.



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

termo *trade* uma interpretação mais restritiva do que aquela utilizada pela Administradora Fiduciária. Isso porque, ainda segundo a Defesa HSBC, até a instauração do Processo CVM nº RJ2013/5291 (utilizado para apurar as alegações da Reclamação), a HSBC não tinha acesso aos relatórios elaborados pela G&G Investimentos e disponibilizados, exclusivamente, aos Comitês de Investimento e entendia que o conceito de *trades* refletia a vontade das partes quando da negociação e da aprovação das novas políticas de investimento para os Fundos Exclusivos.

47. Assim, HSBC e Gilberto Poso afirmam que não deve prosperar a acusação de falta de dever de diligência por parte da HSBC em garantir um regulamento claro aos Fundos Exclusivos. Nesse sentido, apresentam, também, um julgado desta autarquia que trata do mesmo assunto³⁷, que absolve a administradora fiduciária Dreyfus Brascan DTVM S.A. (“Dreyfus Brascan”) pela ausência de dever de diligência em situação semelhante.

IV.3. INÉRCIA PERANTE O DESENQUADRAMENTO DA CARTEIRA DO FUNDO MAP

48. Em relação ao desenquadramento ativo da carteira do Fundo MAP em maio e junho de 2012 verificado pela Acusação, a Defesa HSBC afirma que “sempre observou [a] legislação, a regulamentação aplicável e os regulamentos dos Fundos Exclusivos, sendo os procedimentos internos e controles realizados compatíveis com os requisitos legais e, principalmente, as práticas do mercado.”³⁸

49. Nesse sentido, esclarece que a Administradora Fiduciária não alertou a G&G Investimentos sobre o desenquadramento, não informou sobre ele à CVM e não tomou providências ativas para o reenquadramento da carteira exclusivamente porque, conforme explicou na seção sobre a definição do termo *trades*, as operações realizadas pelos Fundos Exclusivos estavam devidamente enquadradas de acordo com o conceito de *trades* adotado pela HSBC e devidamente autorizado pelos Comitês de Investimento.

50. Ainda, argui a Defesa HSBC, que, corroborando esta conclusão, está a conduta do Cotista Exclusivo durante todo o período em que os Fundos Exclusivos permaneceram sob a administração da HSBC, já que tinha acesso aos cálculos e dados considerados pela HSBC (uma vez que estes eram disponibilizados no website da CVM) e nunca fez qualquer questionamento.

51. Finalmente, HSBC e Gilberto Poso alegam que, mesmo se o conceito de *trades*, tal como estava sendo aplicado pela Administradora Fiduciária, for considerado errado, ela deve ser absolvida pela excludente de “erro de proibição”, prevista no artigo 21 do Código Penal, “na

³⁷ Cf. PAS CVM nº 2003/27, j. em 18.08.2005 (“PAS Dreyfus”).

³⁸ Item 62 da Defesa HSBC.



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

medida em que não era razoável que conhecesse a alegada ilicitude ou, em outras palavras, seu erro sobre a ilicitude do fato era inevitável.”³⁹

IV.4. APROVAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DOS FUNDOS EXCLUSIVOS EM 2011 E 2012

52. No tocante à acusação sobre a ausência de aprovação das demonstrações financeiras dos Fundos Exclusivos nos exercícios terminados em abril de 2011 e abril de 2012, e à acusação sobre a ausência de comprovação de que as mesmas tenham sido objeto de deliberações por suas respectivas assembleias gerais, a Defesa HSBC inicia sua argumentação tecendo alguns comentários sobre a “forma peculiar” de relação entre cotista e administrador fiduciário de fundos de investimento exclusivos daqueles cujas cotas são oferecidas a investidores diversos⁴⁰.

53. Nesse sentido, a Defesa HSBC afirma que, “justamente por tal maior proximidade do cotista com as decisões de investimento dos fundos de investimento exclusivos, a Instrução CVM nº 409, em vigor à época dos fatos, apenas permitia a existência de fundos exclusivos que fossem destinados a investidores superqualificados”⁴¹ (ou “investidor profissional”, na nomenclatura atual). Nesse sentido, HSBC e Gilberto Poso afirmam que o Cotista Exclusivo teria pleno conhecimento de que as demonstrações financeiras dos Fundos Exclusivos estavam disponíveis no site da CVM e, “logo, não há dúvida de que as informações estavam disponíveis para consulta pelo Cotista Exclusivo”.⁴²

54. Já em relação à não convocação de assembleias gerais, a Defesa HSBC afirma que, ao punir a Administradora Fiduciária por isso, “por consequência pune-se justamente a boa-fé que sempre guiou a relação que a HSBC CTVM possuía com o Cotista Exclusivo”⁴³. Afirma que deve haver uma presunção de boa-fé do administrado e que “a disponibilização das demonstrações financeiras dos exercícios encerrados em abril de 2011 e abril de 2012 pela HSBC sem a convocação das respectivas assembleias gerais para sua aprovação foram feitas em estrita consonância com a relação de boa-fé existente entre a HSBC CTVM e o Cotista Exclusivo”.⁴⁴

³⁹ Item 70 da Defesa HSBC.

⁴⁰ Item 74 da Defesa HSBC.

⁴¹ Item 74 da Defesa HSBC.

⁴² Item 78 da Defesa HSBC.

⁴³ Item 79 da Defesa HSBC.

⁴⁴ Item 82 da Defesa HSBC.



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.5. FISCALIZAÇÃO DAS ATIVIDADES DE TERCEIROS CONTRATADOS

55. Segundo a Defesa HSBC, foi realizado extenso processo de *due diligence* antes de realizar a contratação da G&G Investimentos, tanto em relação à Gestora quanto em relação ao seu diretor responsável, Antônio Kandir.

56. Quanto ao dever de diligência de fiscalização de terceiros contratados após sua contratação, a Defesa HSBC realiza uma diferenciação entre os serviços de gestão de carteira e de administração fiduciária, valendo-se do artigo 56, §2º, da Instrução CVM nº 409/2004 para reiterar o conceito de “gestão de carteira do fundo”. Por meio dessa distinção, a Defesa HSBC afirma que “resta evidente que não devemos confundir a atividade de administração do fundo de investimento com a atividade de gestão da carteira de investimentos de um fundo de investimento, passível de delegação, pela instituição administradora, nos termos transcritos acima.”⁴⁵

57. Nesse sentido, afirma que o dever de diligência do administrador fiduciário de um fundo de investimento não abrange a responsabilidade pelas compras e vendas de ativos, bem como a determinação das condições aplicáveis a tais negociações, quando houver delegação a um terceiro da atividade de administração da carteira de um fundo de investimento.

58. Portanto, “não há que se falar em descumprimento pela HSBC CTVM do seu dever de diligência ao permitir a realização de operações e a manutenção de investimentos em desacordo com a política de investimento dos Fundos [Exclusivos], haja vista que não incumbe a esta, na qualidade de administradora dos Fundos [Exclusivos], nos períodos em que os negócios objeto da acusação foram realizados, a outorga da referida permissão. Aludido dever de diligência se encerra com a observância ao dever de fiscalização das atividades do gestor do fundo de investimento.”⁴⁶

IV.6. RESPONSABILIDADE DE GILBERTO POSO

59. A Defesa HSBC traz a culpa como um elemento essencial para configurar a responsabilidade de um diretor responsável, e não apenas a mera função do cargo que este ocupa. Assim, afirma que não existe qualquer culpa por parte de Gilberto Poso.

60. No âmbito da aplicação de penalidades administrativas, afirma a Defesa HSBC que deve ser invocado o princípio da culpabilidade, demonstrado pela conjunção de dois fatores, quais sejam: (i) a existência de conduta reprovável; e (ii) a identificação de pessoa a quem tal conduta possa ser atribuída. Assim, devido ao fato de que não houve, por parte da Acusação, a

⁴⁵ Item 102 da Defesa HSBC.

⁴⁶ Item 109 da Defesa HSBC.



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

individualização da conduta culposa ou dolosa de Gilberto Poso que tenha dado ensejo ao descumprimento das normas supostamente infringidas, o diretor responsável não deve ser responsabilizado.

IV.7. LAUDO PERICIAL

61. Além da Reclamação à CVM, o Cotista Exclusivo ajuizou ação de indenização⁴⁷ contra a HSBC e a GG pleiteando o recebimento de indenização em razão das supostas irregularidades mencionadas no Termo de Acusação.

62. No âmbito da Ação de Indenização, foi realizada uma perícia econômico financeira. No laudo judicial, o Perito apontou:

- (i) ter verificado todos os documentos pertinentes e necessários para analisar a pertinência da alegação de supostos danos;
- (ii) ter concluído que não houve desvalorização do Fundo MAP nos períodos em que o fundo estava enquadrado;
- (iii) ter verificado que o Fundo Babel ficou desenquadrado passivamente, quando analisado de forma individual;
- (iv) ter verificado que, a despeito do desenquadramento passivo, o Fundo Babel apresentou um resultado positivo expressivo, não se podendo falar em perdas para o Cotista Exclusivo;
- (v) ter concluído que o desempenho do fundo MAP foi impactado pela volatilidade do mercado em razão da Crise do Euro;
- (vi) ter verificado que havia determinação expressa do Cotista Exclusivo para que fosse realizada a gestão conjunta dos Fundos Exclusivos;
- (vii) ter concluído que, considerando os Fundos MAP e Babel de forma conjunta – conforme solicitado pelo o Cotista Exclusivo –, não houve desenquadramento ativo;
- (viii) ter concluído que os índices de risco possuem limitação quanto à sua capacidade de prever resultados futuros quando ocorrem situações incomuns ou inesperadas, como foi o caso da Crise do Euro;

⁴⁷ *Processo nº 1014153-90.2015.8.26.0100, em trâmite perante a 22ª Vara Cível do Foro Central da Comarca de São Paulo, Estado de São Paulo.*



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

- (ix) ter concluído que as estratégias de investimento adotadas estavam em conformidade com os regulamentos dos Fundos e que os riscos dos investimentos estavam alinhados com as instruções dadas pelo Reclamante;
- (x) não ter restado comprovada falha na interação entre a G&G Investimentos e a HSBC;
- (xi) ter concluído que a custódia dos Fundos Exclusivos foi realizada de forma adequada; e
- (xii) não ter encontrado evidências de que houve negligência do Administrador quanto à supervisão dos trabalhos do Gestor.

V. DEFESA DE G&G INVESTIMENTOS E ANTÔNIO KANDIR

63. Em 02.05.2016, G&G Investimentos e Antônio Kandir apresentaram defesa conjunta⁴⁸ (“Defesa G&G”). Seus argumentos de defesa encontram-se relatados a seguir.

V.1. PARTICIPAÇÃO DO COTISTA EXCLUSIVO NAS DECISÕES DE INVESTIMENTO

64. Em relação à participação do Cotista Exclusivo nas decisões de investimento dos Fundos Exclusivos, a Defesa G&G esclarece que, mesmo antes da reunião realizada em 18.06.2012⁴⁹ (a partir da qual, segundo a Acusação, o Cotista Exclusivo passou a participar mais ativamente das decisões de investimentos e desinvestimentos dos Fundos Exclusivos), as decisões de investimento nunca foram adotadas unilateralmente pela G&G Investimentos. Isso porque toda a política de investimento e as opções de investimento eram discutidas pelos Comitês de Investimento dos Fundos Exclusivos, que tinham por função, nos termos do artigo 37 do regulamento do Fundo MAP e artigo 8º do regulamento do Fundo Babel, (i) acompanhar e supervisionar as atividades dos Fundos Exclusivos; (ii) orientar a G&G Investimentos a realizar investimentos e desinvestimentos pelos Fundos Exclusivos; e (iii) orientar a G&G Investimentos a respeito de alterações na composição das carteiras dos Fundos Exclusivos.

65. De acordo com a Defesa G&G, tendo em vista o fato de que o próprio Cotista Exclusivo e uma pessoa de sua confiança (o profissional por ele indicado, Sr. Pablo Sandler Varela) representavam dois dos quatro indivíduos que compunham os Comitês de Investimento, é evidente que o Cotista Exclusivo “não só tinha pleno conhecimento de todas as opções de investimento e

⁴⁸ Fls. 344/370.

⁴⁹ Fls. 86/87.



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

desinvestimento realizadas, como também orientava a G&G [Investimentos] no desempenho dessa atividade, nos exatos termos do Regulamento dos Fundos MAP e Babel”.⁵⁰

66. Devido a isso, no entendimento da G&G Investimentos, “eventuais desvalorizações das cotas do Fundo MAP não podem ser imputadas à [G]estora, posto que ‘não são ocasionadas por decisões unilaterais da gestora’ (fl. 17)”.⁵¹

V.2. DESENQUADRAMENTO ATIVO DO FUNDO MAP

67. Somado à participação do Cotista Exclusivo nas decisões de investimento dos Fundos Exclusivos desde antes de 18.06.2012, a Defesa G&G afirma que não houve desenquadramento ativo do Fundo MAP.

68. Primeiramente, atribui algumas das oscilações no enquadramento do Fundo MAP ao agravamento da crise financeira mundial deflagrada pelo *default* da dívida pública da Grécia em maio de 2012, que fez com que o Índice Bovespa caísse ao menor nível registrado até então desde julho de 2010 (“Crise do Euro”). Segundo a Defesa G&G, isso afetou os investimentos dos Fundos Exclusivos e gerou uma instabilidade no mercado como um todo. Menciona, também, que, desde março de 2012, o mercado financeiro já vinha sendo afetado pela Crise do Euro.

69. De qualquer forma, ainda de acordo com a Defesa G&G, mesmo que os efeitos da Crise do Euro sejam desconsiderados ao se realizar a análise do enquadramento da carteira do Fundo MAP, a Acusação não teria levado em conta, em sua análise, um fator de extrema relevância: “algumas operações de *trades* consistiam na venda de ativos (*trades* representadas por valores negativos da Tabela do Termo de Acusação e do Doc. 4), as quais, conseqüentemente, geravam um caixa positivo e superior ao patrimônio líquido do fundo”.⁵²

70. Assim, no caso do Fundo MAP, todo o caixa gerado diariamente somente poderia decorrer da operação com *trades*. E esse caixa gerado diariamente, que gerava valor excedente ao patrimônio líquido do Fundo MAP, era utilizado pela G&G Investimentos para a compra de Letras Financeiras do Tesouro, um investimento de baixo risco que visava à proteção do patrimônio do Fundo MAP.

71. Dessa forma, segundo a Defesa G&G, esse caixa excedente ao patrimônio líquido do Fundo MAP, sendo parte da operação de *trades*, anulava o efeito negativo da operação e mantinha a

⁵⁰ Item 25 da Defesa G&G.

⁵¹ Item 26 da Defesa G&G.

⁵² Item 42 da Defesa G&G.



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

concentração dos ativos dentro dos limites aceitos pelo regulamento do Fundo MAP. Vale dizer: “em sua análise, o Termo de Acusação apenas considerou uma parte das operações de *trades*, isto é, a parte das operações que geravam caixa para o Fundo, representadas por valores negativos [nos índices de concentração diários] [...]. A segunda parte das operações, representada pela compra de ativos (Letra Financeira do Tesouro) com o caixa gerado para o Fundo [MAP] foi desconsiderada pelo Termo de Acusação.”⁵³

72. Para a Defesa G&G, caso essa segunda parte das operações tivesse sido considerada, o Acusação teria concluído que não houve desenquadramento ativo do Fundo MAP. Dessa forma, defendem G&G Investimentos e Antônio Kandir que, embora o conceito de *trade* adotado pela CVM neste PAS seja exatamente aquele exposto pela G&G Investimentos, a análise a respeito da concentração das *trades* foi realizada de forma incompleta⁵⁴.

73. Segundo a Defesa G&G, essa sistemática foi aquela adotada durante todo o período de gestão dos Fundos Exclusivos, jamais tendo sido questionada pelo Cotista Exclusivo, pelos Comitês de Investimento, ou mesmo pela HSBC, inexistindo motivos para que a CVM desconsidere esses cálculos em sua análise. Além disso, a Defesa G&G traz o caráter de “investidor superqualificado” do Cotista Exclusivo e reitera sua capacidade técnica em compreender o perfil de investimento dos Fundos Exclusivos, informados a ele por meio de relatórios diários.⁵⁵

74. Dessa forma, de acordo com a Defesa G&G, adotando os critérios acima expostos, a exposição do Fundo MAP em *trades* somente ficou acima do limite de 30% em 3 (três) ocasiões pontuais: 22.05.2012; 23.05.2012; e 24.05.2012, dias que representaram o auge da Crise do Euro. Esse desenquadramento foi ajustado em 25.05.2012.

75. Já no dia 31.05.2012, a Defesa G&G afirma que o desenquadramento foi absolutamente passivo, tendo sido imediatamente corrigido em 01.06.2012.

V.3. RESPONSABILIDADE DE ANTÔNIO KANDIR

76. Segundo a Defesa G&G, o Termo de Acusação não individualiza qualquer conduta infrativa praticada por Antônio Kandir, não faz remissão expressa a qualquer prova que poderia

⁵³ Item 47 da Defesa G&G.

⁵⁴ Item 16 da Defesa G&G.

⁵⁵ Segundo a Defesa G&G (item 56), esses relatórios incluíam: “(i) a análise do cenário econômico, (ii) a composição da carteira dos Fundos [Exclusivos]; (iii) o patrimônio estimado dos Fundos [Exclusivos]; (iv) o retorno da carteira dos Fundos [Exclusivos] consolidado e por segmentos; (v) o fluxo de caixa dos Fundos [Exclusivos]; (vi) a análise de risco, com a apresentação dos cálculos de VaR (*Value at Risk*) e Vol (Volatilidade); e (vii) os testes de *stress* realizados, entre outros”. Esses relatórios foram juntados nos docs. 7 e 8 da Defesa G&G (fls. 433/521).



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

demonstrar sua participação nas infrações apuradas e, ainda, não indica o dispositivo legal ou regulamentar que teria sido violado pelo diretor responsável.

77. Destaca a Defesa G&G, também, que, na esfera administrativa a responsabilização dos indivíduos pessoas físicas que representam a pessoa jurídica depende necessariamente da verificação de dolo ou culpa na violação de normas, não sendo admitida sua responsabilização objetiva.

78. Finalmente, afirma a Defesa G&G que Antônio Kandir sequer poderia praticar qualquer conduta comissiva, posto que não realizava a gestão direta dos Fundos Exclusivos. Apenas a partir da comunicação, ao Cotista Exclusivo, sobre as flutuações sofridas pelos Fundos Exclusivos em maio de 2012, Antônio Kandir passou a interagir de forma mais ativa junto aos funcionários da G&G Investimentos que participavam ativamente da gestão dos Fundos Exclusivos e ao Cotista Exclusivo. Prova disso seria a reunião realizada em 18.06.2012, por iniciativa dos sócios da G&G Investimentos (e, entre eles, Antônio Kandir).

79. Segundo a Defesa G&G, ainda nessa reunião, teria havido uma alteração na estratégia de gestão dos Fundos Exclusivos para prever a participação mais ativa dos Comitês de Investimento. A simples existência dessa reunião já demonstraria a postura diligente, transparente e proativa de Antônio Kandir.

V.4. SUBSIDIARIAMENTE: PENA DE ADVERTÊNCIA

80. A Defesa G&G afirma que, ainda que se ignorem todos os argumentos expostos e se entenda pela punição da G&G Investimentos, a única sanção que poderia ser aplicada à Gestora é a pena de advertência. Corroborando sua argumentação, trouxe o julgado PAS CVM nº RJ2011/4517 (“PAS GRP Investimentos”), em que a CVM reconheceu que, ainda que houvesse investimento em ativos diferentes daqueles autorizados pelo regulamento de um fundo, havendo ciência e concordância do investidor, a pena aplicável seria apenas e tão somente uma advertência.

VI. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

81. Em 13.06.2016, HSBC e Gilberto Poso apresentaram proposta conjunta de termo de compromisso. Ao apreciar a proposta apresentada, tanto a PFE quanto o Comitê de Termo de Compromisso opinaram pela sua rejeição.

82. Ao analisar os aspectos legais das propostas, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) concluiu pela existência de óbice jurídico à sua celebração, uma vez que não houve oferta de indenização aos supostos prejuízos causados ao Fundo MAP FIM. O Comitê de Termo de Compromisso, por sua vez, recomendou a rejeição da proposta, considerando o óbice



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

jurídico apontado pela PFE, bem como o fato de não haver economia processual na celebração do Termo de Compromisso, posto que outros acusados não apresentaram propostas. Nesse sentido, o Comitê entendeu que a aceitação da proposta não seria conveniente nem oportuna.

83. Em reunião de 04.10.2016, o Colegiado, acompanhando o entendimento do Comitê, deliberou rejeitar a proposta de termo de compromisso apresentada.

84. Em 29.03.2018, G&G Investimentos e Antônio Kandir apresentaram proposta de termo de compromisso. Antes que essa fosse analisada, em 18.04.2019 os quatro acusados apresentaram petição conjunta reiterando o interesse em celebrar um termo de compromisso.

85. Nessa manifestação, os Acusados indicaram que o Poder Judiciário julgou improcedente a Ação de Indenização, destacando a sofisticação do investidor e que as perdas por ele sofridas “resultaram da própria álea intensa deste tipo de negócio, não se configurando o nexo causal entre a alegada má-gestão e os danos”. Dessa forma, não haveria mais que se falar em indenização de prejuízos causados, já que tais prejuízos não existiram, devendo ser afastado o óbice apontado pela PFE.

86. Por fim, os acusados reformularam as propostas originalmente apresentadas, de modo que (i) HSBC e Gilberto Poso propuseram pagar R\$1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais) à CVM; e (ii) G&G Investimentos e Antônio Kandir propuseram pagar R\$500.000,00 (quinhentos mil reais) para colocar fim a este procedimento.

VII. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

87. Em 05.07.2016, esse processo foi originalmente distribuído para o então Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, a quem substituí no Colegiado. Ao final do seu mandato – e antes de minha posse – o processo foi provisoriamente redistribuído até que, no dia 14.07.2017, fui designado seu Relator.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 7 de maio de 2019

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator