



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005309/2020-77

Reg. Col. nº 1972/20

- Acusados:** Américas Asset Consultoria e Gestão de Investimentos Ltda.
Fábio Vieira Cardoso
- Assunto:** Apurar eventual irregularidade na gestão da liquidez de fundo de investimento, em violação ao art. 65-B, incisos I e II e § 1º, da Instrução CVM nº 409/2004; e ao art. 91, incisos I e II e § 1º, da Instrução CVM nº 555/2014.
- Relator:** Presidente João Pedro Nascimento

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SIN, em face de Américas Asset, na qualidade de gestora, e de seu diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, o Sr. Fábio Cardoso, para apurar supostas irregularidades relacionadas à gestão de liquidez do Fundo Vitória Régia.
2. Conforme relatado, o presente PAS tem origem (i) no Processo CVM nº 19957.008150/2016-66, aberto no contexto da supervisão de gestão de liquidez na indústria de fundos de investimento, com base no plano de supervisão baseada em risco para o Biênio 2015-2016; e (ii) no Processo CVM nº RJ2016/4370, destinado especificamente à análise do Fundo Vitória Régia.
3. De acordo com a Acusação, a Gestora e seu diretor responsável teriam deixado de adotar políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira do Fundo Vitória Régia fosse compatível com os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate e o cumprimento de suas obrigações.
4. Com base nos elementos apurados, a Área Técnica propôs a responsabilização de:

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que antecede o presente PAS (“Relatório”), salvo quando vier a ser definido neste voto.



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

- (i) *“AMERICAS ASSET, CONSULTORIA E GESTÃO DE INVESTIMENTOS LTDA., (...), por infringência ao art. 65-B, incisos I e II e § 1º, da Instrução CVM nº 409, de 18//8/2004, no período de maio de 2013 a 1º/10/2015, e ao art. 91, incisos I e II e § 1º, da Instrução CVM nº 555, de 17/12/2014, no período de 1º/10/2015 a 18/2/2016”;* e
- (ii) *“FÁBIO VIEIRA CARDOSO, (...) por infringência ao art. 65-B, incisos I e II e § 1º, da Instrução CVM nº 409, de 18//8/2004, no período de maio de 2013 a 1º/10/2015, e ao art. 91, incisos I e II e § 1º, da Instrução CVM nº 555, de 17/12/2014, no período de 1º/10/2015 a 3/1/2016”*

5. Este voto está dividido 3 (três) Seções, incluindo (i) esta Seção I - **INTRODUÇÃO**; (ii) a Seção II - **MÉRITO**, que traz breves considerações sobre a infração objeto deste PAS e realiza a análise de autoria e materialidade; e (iii) a Seção III – **CONCLUSÃO E DOSIMETRIA**.

II. MÉRITO

6. Na ausência de questões preliminares a tratar, passo, então, a avaliar o mérito da Acusação. Antes, contudo, entendo ser necessário tecer algumas breves considerações gerais sobre o tipo administrativo objeto da Acusação, que desde já permitem endereçar alguns pontos suscitados pela Defesa.

Breves Considerações sobre o Tipo Administrativo

7. A partir da inclusão do art. 65-B da Instrução CVM nº 409/2004, com a edição da Instrução CVM nº 522/2012, as normas da CVM passaram a dar um tratamento específico e sistematizado à gestão de liquidez dos fundos de investimentos.

8. Até então, a Instrução CVM nº 409/2004 apenas previa a possibilidade de fechamento do fundo em hipóteses excepcionais para evitar transferências indevidas entre os cotistas.

9. Sobretudo após o advento da crise de 2008, tornou-se imprescindível que os prestadores de serviço implementassem políticas de gerenciamento de risco de liquidez adequadas e eficazes, a fim de cumprir normas editadas com a finalidade de evitar o



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

surgimento de novas crises, sem prejuízo da adoção de medidas de contenção de danos tais como o fechamento dos fundos.²

10. A regulamentação da CVM relativa à gestão do risco de liquidez passou a enfatizar a dimensão preventiva das obrigações atribuídas aos prestadores de serviço dos fundos de investimento, não se limitando a prever remédios para lidar com os problemas já materializados.³ Tal orientação está alinhada às diretrizes de organismos internacionais sobre a temática, que recomendam a avaliação regular e contínua do risco de liquidez dos ativos dos fundos de investimentos.⁴⁻⁵

11. A IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) divulgou, em 26 de abril de 2012, relatório para consulta sobre princípios que devem reger o gerenciamento de risco de liquidez em fundos de investimento. O trabalho foi conduzido pelo Comitê 5 da IOSCO, com contribuição da CVM e da área de Supervisão da

² COPOLA, Marina. *Liquidez em fundos de investimento e algumas considerações práticas sobre o gerenciamento desse risco*. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V - edição especial: Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2021. p. 348-353.

³ Nesse sentido, veja-se PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 09/02/2021.

⁴ “*Recommendation 10: The responsible entity should regularly assess the liquidity of the assets held in the portfolio. (...) Recommendation 14: The responsible entity should conduct ongoing liquidity assessments in different scenarios, which could include fund level stress testing, in line with regulatory guidance. (...) Recommendation 16: The responsible entity should put in place and periodically test contingency plans with an aim to ensure that any applicable liquidity management tools can be used where necessary, and if being activated, can be exercised in a prompt and orderly manner*”. (*IOSCO’s Thematic Review on Liquidity Risk Management Recommendations - Final Report. Nov/2022. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD721.pdf>. Acesso em 13.09.2023*)

⁵ “*Investors place money in collective investment schemes (CIS) with a view to gaining income, to preserve or to grow their capital, or a combination of these objectives. They also expect to be able to access their investments in accordance with the terms and conditions of the particular CIS they have invested in – often on a daily basis. As a general matter, the right to redeem units/shares is a defining characteristic of open-ended CIS. Good liquidity risk management is therefore a key feature of the correct operation of a CIS. The topic of liquidity has been a key concern in the current global process of regulatory reform, although discussions have tended to focus on the importance of liquidity in banking, rather than other sectors. In the context of liquidity, CIS differ fundamentally from banks in that “maturity transformation”¹ is not an inherent feature of their operation, and the majority of CIS do not engage in such transformation to the extent that banks do. For example, many CIS use investors’ subscriptions to invest in highly liquid large capitalization listed company shares, which can quickly be sold if necessary to provide liquidity for meeting redemption requests from investors in the CIS. Neither does the majority of CIS provide any “promise” or guarantee that investors will get back (at least) the same amount of money as they initially invested. An investor in a CIS is a shareholder; as opposed to a depositor in a bank, who is a creditor. Liquidity crises are therefore less likely to cause systemic confidence problems in CIS than in banking. Nevertheless, a CIS may experience liquidity problems. Liquidity risk management in CIS is a complex area: poor liquidity can arise from many different sources, some of which are outside the control of the entity operating the CIS.*” (*Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes - Final Report. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD405.pdf>. Acesso em 13.09.2023*)



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

ANBIMA na formulação do documento preliminar. O assunto também foi destaque nas alterações das regras de fundos de investimento no Brasil havidas à época da Instrução CVM nº 522/2012, que incluiu a Seção nº IV-B da Instrução CVM nº 409/2004.

12. Segundo o citado Relatório da IOSCO, o gerenciamento de liquidez em fundos, embora não envolva riscos de igual natureza ou dimensão daqueles enfrentados pelos bancos, se justifica, principalmente nos fundos abertos, a partir da necessidade de estas entidades atenderem de maneira apropriada aos respectivos resgates e às obrigações incorridas em geral.

13. Nesse sentido, nos termos do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2011, a CVM indicou que pretendia estimular os participantes de mercado regulados *“a repensarem se os prazos estabelecidos nos regulamentos são condizentes com as carteiras dos fundos. Essa reflexão tende a levar os administradores a mudar os prazos de resgate ou a adequar suas carteiras aos prazos atualmente previstos nos regulamentos, quando houver algum tipo de descasamento”*.

14. Um primeiro ponto a ser enfrentado no caso concreto diz respeito à extensão da obrigação, que recai sobre o gestor de recursos no gerenciamento do risco de liquidez de um fundo de investimento sob sua gestão.

15. Os Acusados alegam que não seria possível realizar a interpretação extensiva da norma, uma vez que o art. 65-B faz referência expressa apenas à figura do administrador. Nesta perspectiva, sustentam que este PAS trataria, na verdade, da atuação da Administradora.

16. Contudo, com base na jurisprudência consolidada da CVM sobre o tema⁶, em

⁶ *“Embora o artigo 65-B da Instrução CVM nº 409/2004 se dirigisse específica e unicamente ao administrador, parece-me evidente que o gestor, mesmo antes da vigência daquela regra, não poderia desempenhar de modo diligente a sua atribuição de gerir a carteira do fundo se não considerasse, no exercício da sua atividade, os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate. Sobre esse ponto, cf. o Ofício Circular/CVM/SIN/Nº 2/2015” PAS 19957.011140/2018-70, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, j. 09/02/2021; e “Com relação à alegação da Defesa de que o art. 65, XIII não seria aplicável ao gestor de fundo de investimento, é importante deixar claro que apesar do caput do referido artigo fazer referência apenas ao termo “administrador”, ele deve ser interpretado de forma sistemática. No caso concreto, não seria lógico exigir apenas do administrador do fundo a observância dos limites por emissor e por modalidade de ativo financeiro, quando é o gestor que, primeiramente, compra e vende tais ativos. Neste sentido, o gestor é o responsável inicial pela escolha de tais ativos. Assim, entendo que a obrigação de observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto do fundo de 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

que pese o artigo 65-B da Instrução CVM nº 409/2004 se dirigisse específica e unicamente ao administrador, a sua observância era comum a ambos, administrador fiduciário e gestor do fundo, no âmbito de suas atribuições⁷.

17. Isso porque, na prática, em geral, e especificamente no caso dos autos, a gestão de liquidez de um fundo é tarefa conjunta de seu administrador e seu gestor, uma vez que exige a coordenação entre os controles de passivos, por parte do administrador, e ativos, por parte do gestor⁸. É o que se extrai, inclusive, do trecho acima transcrito do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2011, que faz referência à adequação da composição de carteiras. Isto se verifica especialmente no caso dos autos pelas características do fundo, dos ativos e da concentração de suas cotas em alguns investidores, como se aprofunda mais adiante neste voto.

18. Não por acaso a atuação conjunta de gestores e administradores veio a ser expressamente prevista pelo *caput* do art. 91 da Instrução CVM nº 555/2014⁹, sendo que em geral tal conduta vinha ocorrendo no presente caso.

19. Especificamente em relação ao gestor, o gerenciamento do risco de liquidez adequado exige a demonstração da existência de mecanismos, na forma de políticas, procedimentos e controles internos, capazes de assegurar que os aspectos de liquidez sejam considerados nas decisões de gestão, respeitando-se os prazos de pagamento de resgates previstos no regulamento do fundo.¹⁰

é comum a ambos. Dessa forma, não procede o argumento trazido pela Defesa” PAS CVM nº RJ-2012-6987, Diretora Relatora Ana Novaes, j. 18/11/2014.

⁷ Ao realizar atividades que a regulamentação atribui a uma determinada figura, quem as realiza adquire as mesmas obrigações e deve responder da mesma forma pelas falhas em tais obrigações. Trata-se da faceta correspondente ao regime de responsabilização subjetiva: *se de um lado*, não basta à acusação apenas alegar que determinada pessoa é formalmente responsável por uma função, presumindo a sua responsabilidade de forma automática e objetiva, *de outro lado* a pessoa que materialmente exerce uma atividade e nela pratica (ou omite) determinada conduta não se pode eximir de consequências apenas porque formalmente não preenche tal função.

⁸ Nesse sentido, como apontado no relatório, a Administradora também foi investigada pelos fatos objeto deste PAS através do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.011763/2017, encerrado após a celebração de termo de compromisso.

⁹ Ainda quanto à evolução normativa, cabe, ainda, a menção meramente histórica que a participação tanto do gestor quanto do administrador na gestão de liquidez de classes de cotas abertas foi reconhecida também na Resolução CVM nº 175/2022, art. 92, “*Nas classes abertas, os prestadores de serviços essenciais, conjuntamente, cada qual na sua esfera de atuação, devem adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira de ativos seja compatível com:(...)”*

¹⁰ “*No caso do gestor, um gerenciamento de risco adequado implica criar mecanismos na forma de políticas, procedimentos e controles internos voltados a assegurar que a inteligência de gestão leve em consideração os aspectos de liquidez (...) desde o esboço inicial do fundo até o resgate do último cotista.”* (COPOLA, Marina. *Op. cit.*, p. 352-353)



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

20. Evidentemente, o comando do art. 65-B da Instrução CVM nº 409/2004 exige a adoção de práticas de gestão de risco eficazes, não sendo suficiente a mera existência de manuais e regras “*pro forma*”¹¹.

21. Trata-se de uma obrigação específica dos Acusados, não assistindo razão à Defesa quanto à alegação de que o objeto do presente PAS estaria restrito à atuação da Administradora.

22. Outro elemento central para a análise do presente PAS é o fato de a gestão de liquidez ser obrigação de meio (e não de resultado), o que foi reconhecido tanto pela Acusação quanto pela Defesa. Contudo, a julgar pela manifestação dos Acusados, é necessário esclarecer o que exatamente isto significa.

23. Américas Asset e Fábio Cardoso não foram acusados pelo fechamento do fundo para resgates em si. Como apontou a SIN, é perfeitamente possível pensar em casos em que ocorra o fechamento de um fundo para resgates e, ainda assim, seja reconhecida a atuação diligente de seus prestadores de serviço.

24. Respeitando-se a natureza de meio da atuação dos prestadores de serviço, para fins de responsabilização, é preciso avaliar se os procedimentos adotados para a gestão de liquidez foram inadequados.

25. Evidentemente, a existência de falhas pontuais e isoladas na gestão de liquidez não tem condão de ensejar a responsabilidade dos prestadores de serviço e seus diretores responsáveis. A responsabilização no âmbito de um processo administrativo sancionador depende da comprovação de deficiências relevantes nos procedimentos de gestão de liquidez, circunstanciadas de modo a demonstrar que a atuação concreta não foi diligente.

26. Nesse sentido, a SIN conduziu uma análise específica e detalhada, apontando uma série de falhas tanto nos controles internos da Gestora, quanto no cálculo da liquidez dos ativos do Fundo Vitória Régia. Foram estes elementos específicos, que configuram violações às obrigações de meio, que embasaram as acusações formuladas no âmbito deste PAS, e não o fechamento do fundo para resgates, que supostamente configuraria a

¹¹ DUFLOTH, Rodrigo. *A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017, p. 163.



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

violação de obrigação de resultado.

27. Chama a atenção que, em muitos trechos da Defesa, os Acusados se limitaram a trazer apontamentos genéricos sobre sua atuação, notadamente sobre: (i) já terem ganhado prêmios de gestão; (ii) auditores independentes reconhecerem a existência de relatórios de liquidez; (iii) seguirem “*os conceitos mais respeitados e utilizados pelos principais gestores no Brasil, inclusive internacionais*”, sem nenhuma especificação; (iv) terem profissionais credenciados; e (v) nunca terem sido alertados previamente de nenhuma irregularidade. Antecipo que tais apontamentos não têm condão de demonstrar a atuação diligente do gestor e a aderência às exigências regulatórias no caso concreto.

28. Por fim, destaco que a obrigação de gestão de liquidez de um fundo de investimento é uma obrigação permanente e, como analisado acima, inerente à função do gestor, que incide enquanto perdurar a prestação de seu serviço.

29. Feitas essas considerações iniciais, passo à análise das imputações específicas formuladas pela Área Técnica.

Materialidade

30. Conforme relatado, a Área Técnica listou uma série de falhas procedimentais que, no seu entendimento, comprovariam que a Gestora e seu diretor responsável deixaram de adotar políticas, procedimentos e controles internos necessários para a adequada gestão de liquidez da carteira do Fundo Vitória Régia.

31. A Acusação identificou diversas deficiências na metodologia de gerenciamento de risco de liquidez da Américas Asset em relação ao Fundo Vitória Régia, dentre as quais destaco:

- (i) Falhas ao ter deixado de considerar, em sua metodologia de cálculo de liquidez, o resgate solicitado pelo Manausprev, cotista que detinha relevante parcela de 19,13% das cotas do fundo¹²;
- (ii) Falha ao considerar que “as debêntures emitidas pela Bingen Securitizadora S/A eram registradas junto à CVM nos termos da

¹² Doc. 1066924, §§89 e 101.



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

Instrução CVM nº 400/2003”¹³;

- (iii) Incompatibilidades entre regras de resgates com o grau de concentração de cotas e o nível de liquidez de sua carteira¹⁴; e
- (iv) Uso indevido de “tabela com percentuais fixos para estimar a liquidez de cada modalidade de ativo, sem se importar com os parâmetros reais de negociação do ativo específico”, a exemplo do caso das cotas de AQLL11¹⁵.

32. De acordo com a tese acusatória, tais falhas comprometeram decisivamente o monitoramento e a gestão preventiva da liquidez dos ativos na carteira do Fundo Vitória Régia, implicando em descumprimento das atribuições da Gestora e de seu diretor responsável.

33. Compulsando os autos e apreciando os elementos trazidos tanto pela Acusação quanto pela Defesa, entendo que no caso em tela assiste razão à Acusação.

34. A meu ver, a materialidade da infração restou amplamente evidenciada por meio de elementos de prova robustos e convergentes, que comprovam a existência de falhas nos procedimentos de gerenciamento de risco de liquidez adotados pela Gestora na gestão do Fundo Vitória Régia.

35. Como apontado pela SIN, o Fundo Vitória Régia possuía em sua carteira ativos de crédito privado com prazo longo de vencimento e ativos inadimplidos, com baixo grau de dispersão de cotas e com possibilidade de resgate imediato de cotas mediante pagamento de taxa de saída.

36. As características do Fundo Vitória Régia demandavam uma atuação ainda mais diligente e cuidadosa por parte do gestor de recursos responsável, de modo a assegurar que os procedimentos, políticas e controles internos para gerenciamento de liquidez eram compatíveis com os prazos previstos para pagamento dos resgates solicitados e o cumprimento das obrigações do fundo.

¹³ Doc. 1066924, §91.

¹⁴ Doc. 1066924, §96.

¹⁵ Doc. 1066924, §100.



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

37. A toda evidência, contudo, a Américas Asset não demonstrou uma atuação diligente, compatível com as características específicas do Fundo Vitória Régia e com a obrigação de meio que possuía de adotar políticas, práticas e controles internos voltadas para o gerenciamento da liquidez.

38. Sob a ótica estritamente procedimental, as falhas metodológicas nos controles internos da Américas Asset eram nitidamente inadequadas para endereçar os riscos de liquidez, mesmo aqueles advindos de cenários ordinários.¹⁶

39. Salta aos olhos, por exemplo, que a Gestora não havia contabilizado em seus cálculos internos o pedido de resgate de seu segundo maior cotista, o Manausprev, sendo que tal resgate correspondia a 19,13% (dezenove vírgula treze por cento) das cotas de emissão do Fundo Vitória Régia, conforme atestam as próprias correspondências da Gestora com a CVM¹⁷.

40. Como bem apontou a Acusação, a própria falta de dispersão das cotas de emissão do fundo, consubstanciada pelo fato de que os dois maiores cotistas possuíam, respectivamente, 58,93% e 19,13% das cotas, representava um significativo fator de risco à liquidez. Evidentemente, pedidos de resgate totais ou mesmo de parcela significativa de qualquer um desses cotistas seria fonte de risco de liquidez ao Fundo Vitória Régia, o que inclusive se materializou no caso concreto, tendo em vista que ambos solicitaram resgates antes do fechamento para resgates e aplicações.

41. Estes pontos já demonstram que, ainda que a análise da necessidade de liquidez do fundo conduzida pelos próprios Acusados estivesse correta em cenários ordinários, os resgates totais se sobreporiam aos ativos líquidos da carteira do fundo.¹⁸

42. Por estas razões, entendo ser improcedente o argumento trazido pelos Acusados no sentido de que o fechamento do fundo teria sido decorrente da materialização de um

¹⁶ Nesta direção, destaco trecho do voto do à época Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, no PAS CVM nº RJ2019/1400, j. em 17/12/2019, no qual expôs que: “o dever de diligência envolve uma análise eminentemente procedimental que, no caso dos fundos de investimento, traduz-se sobretudo na avaliação da adoção de controles internos adequados para o desempenho das atividades de seus prestadores de serviços. O descumprimento do dever de diligência pressupõe, portanto, a ausência do emprego de meios adequados para impedir a materialização de riscos imputáveis a esses agentes.”

¹⁷ Doc. 1067366.

¹⁸ Como ilustra a “Tabela 7” constante do §75 da Acusação e reproduzida no Relatório.



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

cenário imprevisível de estresse.

43. Tampouco é verossímil a alegação de que o fechamento do fundo se deveu exclusivamente em função de “*créditos inadimplentes que impactavam a curva do ativo*”.

44. Como demonstrado pela Acusação¹⁹, o planejamento de liquidez da Gestora não dava conta de lidar com cenários ordinários, *i.e.*, solicitações de resgate imediato de seus próprios cotistas, mediante utilização da faculdade prevista no regulamento do fundo²⁰.

45. Respeitosamente, entendo que também não merece prosperar o argumento em prol da existência de suposto conflito de interesses quando da transferência da gestão do Fundo Vitória Régia para a Plural Gestão de Recursos Ltda, o que teria prejudicado a adoção pela gestora de um plano de ação para recuperação de créditos inadimplidos do fundo. Com amparo em decisão anterior da área técnica no âmbito do Processo CVM nº 19957.003153/2016-11, é forçoso reconhecer que o argumento pela existência de suposto conflito de interesses na transferência da gestão do fundo é improcedente.²¹

46. Em adição, o cálculo da liquidez dos ativos também apresentava graves erros. A análise feita pelos Acusados da liquidez dos ativos detidos pelo Fundo Vitória Régia denota evidente descolamento da realidade e das características inerentes aos próprios ativos, baseando-se exclusivamente em parâmetros fixos pré-determinados.

47. É exemplificativa, nesse contexto, a avaliação das cotas de emissão do A.F.I.I. Como descrito no Relatório, em 2015, foram negociadas 914 (novecentas e quatorze)

¹⁹ Doc, 1066924, §§77-83 e Tabela 7.

²⁰ “**Artigo 20.** O resgate das cotas do FUNDO está sujeito ao prazo de carência de 90 dias contados a partir da data de emissão das cotas. Após decorrido o prazo de carência, o resgate de cotas pode ser solicitado a qualquer momento, sendo pago no 1º (primeiro) dia útil da data de conversão de cotas. **Parágrafo Primeiro.** Fica estipulada como data de conversão de cotas: I. Com cobrança de taxa de saída: o 1º (primeiro) dia útil subsequente à solicitação de resgate. II. Sem cobrança de taxa de saída: o 1.460º (milésimo quadrigentésimo sexagésimo) dias corridos subsequentes à solicitação de resgate”. (Doc. 1067174)

²¹ A propósito, no âmbito do Processo CVM nº 19957.003153/2016-11, a Américas Asset protocolou denúncia sobre o assunto, alegando que existia conflito de interesses quando da transferência da gestão do Fundo para a Plural Gestão de Recursos Ltda., uma vez que o Banco Brasil Plural, do mesmo grupo econômico da nova gestora, foi contratado por sociedade relacionada à Bingen Securitizadora S/A para reestruturação de sua dívida. Este suposto conflito de interesses teria prejudicado, inclusive, a adoção pela gestora de um plano de ação para recuperação de créditos inadimplidos do Fundo Vitória Régia. Após devida análise da documentação apresentada, a área técnica concluiu “... pelo arquivamento da denúncia, sem verossimilhança que justifique, sequer, a abertura de contraditório ao denunciado”.



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

cotas no volume total de R\$1.072.842,00 (um milhão, setenta e dois mil, oitocentos e quarenta e dois reais); e, em 2016, apenas 2 (duas) cotas foram negociadas, perfazendo um volume financeiro irrisório de R\$1.010,20 (um mil, dez reais e vinte centavos). Assim, ao longo de 2 (dois) anos, o volume total de cotas de A.F.I.I. negociado não chegou a 1/3 (um terço) das cotas detidas pelo Fundo Vitória Régia.

48. Contudo, os Acusados consideraram como ativos líquidos 25% (vinte e cinco por cento) do valor destas cotas, supostamente com base em metodologia da ANBIMA, conforme mencionado em sua manifestação prévia²². A liquidez de um ativo deve ser aferida conforme as características de sua negociação, conforme orienta a própria recomendação da ANBIMA citada pelos Acusados.

49. Assim, tais cotas terem sido consideradas líquidas representa a absoluta inexistência de análise conduzida pelos Acusados, que se escoraram apenas em parâmetros fixos e características abstratas. Conceitualmente, tabelas fixas podem ser utilizadas para referência da liquidez de ativos. Contudo, por definição, elas representam cenários ordinários e não cenários de estresse de ativos, de modo que não podem ser a única base utilizada por uma gestora.

50. Ainda mais grave é o caso das debêntures detidas pelo Fundo Vitória Régia, para as quais os Acusados aplicaram parâmetros incorretos dentro de suas próprias métricas, como se houvessem sido emitidas sob o regime de oferta pública, conforme Instrução CVM nº 400/2003, e não de oferta pública de esforços restritos, conforme Instrução CVM nº 476/2009. Este fato foi, inclusive, alertado pela Administradora.

51. As debêntures emitidas pela Bingen Securitizadora S/A eram registradas perante a CVM nos termos da Instrução CVM nº 400/2003, e incluídas no cálculo de liquidez do Fundo como 50% (cinquenta por cento) do valor desse ativo. No entanto, como apontou a Acusação, constava da comunicação da Gestora que o Fator de Liquidez de “Debênture ICVM476”, como é o caso da emissão da Bingen Securitizadora S/A, era de 75% (setenta e cinco por cento). Sendo assim, somente 25% (vinte e cinco por cento) do seu valor deveria ser incluído no cálculo de liquidez do Fundo e não 50% (cinquenta por cento) como no caso em tela²³.

²² Doc. 1067366.

²³ Cf. Documento 3 anexado à correspondência dos acusados de 6/10/2007 (Doc. 1067366)



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

52. Por fim, vale destacar que, *de um lado*, os Acusados não apresentaram em sede de defesa argumentos que buscassem afastar ou justificar tais erros na análise da liquidez dos ativos detidos pelo Fundo Vitória Régia e que, *de outro lado*, os citados erros restaram plenamente evidenciados pela Acusação.

53. Ainda neste ponto, chama a atenção como a Defesa invoca o fato de que os Acusados consideraram apenas cenários ordinários como um argumento de defesa, demonstrando desconhecimento das atribuições inerentes à sua função.

54. Está claro, assim, que os problemas apontados pela Acusação e discutidos ao longo deste voto não consistem em falhas isoladas, mas em graves e generalizadas deficiências na gestão do Fundo Vitória Régia. Observo que a conduta se iniciou com o primeiro pedido de resgate formulado pelo cotista Manausprev em maio de 2013 e perdurou até o fechamento do fundo para resgates e aplicações em 18/02/2016.

55. Por todo o exposto, entendo que os Acusados devem ser responsabilizados por infração ao artigo 65-B da Instrução CVM nº 409/2004 e ao artigo 91 da Instrução CVM nº 555/2014.

56. Passo, então, à análise da autoria.

Autoria

57. Demonstrada a materialidade das infrações na gestão do Fundo Vitória Régia, entendo ser incontroversa a responsabilidade da Américas Asset, na qualidade de gestora do fundo no período citado pela Acusação.

58. O Sr. Fábio Cardoso, a seu turno, busca afastar sua responsabilidade pelas infrações objeto deste PAS, alegando que *“somente se e quando compelido a ajustar determinada posição com excesso de risco de liquidez, o Diretor Responsável não tomasse as medidas cabíveis, é que poderia ser penalizado, com base nos dispositivos da ICVM 555”*. Prosseguindo em sua argumentação, afirma que, sob a égide da Instrução CVM nº 409/2004, era somente *“o administrador fiduciário o responsável final pelo monitoramento das questões atinentes à liquidez, dada a completa ausência da figura do gestor no caput do artigo 65-B”*.

59. Não assiste razão ao acusado.



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

60. Conforme jurisprudência consolidada da CVM²⁴, a responsabilização dos diretores responsáveis, aferida de forma subjetiva e individual, é um ponto essencial da regulação do mercado de capitais. Nesse sentido, o estabelecimento de centros de responsabilidade também a nível da pessoa física é importante para criar os incentivos adequados para a construção de redes de cumprimento e fiscalização das normas aplicáveis nas estruturas internas dos prestadores de serviço.

61. O diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, devido às atribuições regulatórias e operacionais a ele conferidas, participa e tem conhecimento dos atos de gestão nos fundos em que atua. É ele o responsável pela direção, supervisão e condução dos trabalhos²⁵.

62. Retomando as considerações tecidas nos §§13-22 deste Voto, o cumprimento das obrigações objeto da Acusação, conforme previstas nas Instruções CVM nº 409/2004 e nº 555/2014, era ínsito às suas funções exercidas pelo Sr. Fábio Cardoso, na qualidade de diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários da Américas Asset à época dos fatos²⁶.

63. Por todo o exposto, voto pela condenação dos Acusados, em conjunto, pelas infrações ao art. 65-B, incisos I e II e § 1º, da Instrução CVM nº 409/2004 durante o período até 01/10/2015 e, ainda, ao art. 91, incisos I e II e § 1º, da Instrução CVM nº 555/2014 no período após 01/10/2015.

IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

64. Para fins de dosimetria, registro que os fatos objeto da Acusação são anteriores

²⁴ Nesse sentido, PAS CVM nº RJ2010/13301, Dir. Rel. Luciana Dias, j. 23/10/2012; e PAS CVM nº RJ2010/9129, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. 09/08/2011.

²⁵ Conforme destaquei no PAS CVM nº 19957.005248/2021-29, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 5 de setembro de 2023: “*Os responsáveis técnicos poderiam ter demonstrado que: (i) as alegadas falhas não ocorreram e, deste modo, estariam descaracterizando o elemento objetivo da infração; ou (ii) as infrações imputadas à pessoa jurídica ocorreram à revelia da atuação dos responsáveis técnicos, que mesmo tendo atuado de forma diligente e adequada não conseguiram evitar que ocorresse o descumprimento por parte da pessoa jurídica, hipótese em que estariam descaracterizando o elemento subjetivo da infração.*” No caso em tela, a linha de defesa dos responsáveis técnicos é substancialmente a mesma adotada pela gestora. Não foram trazidos aos autos evidências capazes de descaracterizar o elemento subjetivo das infrações em relação aos responsáveis técnicos, da mesma forma em que não se desconstruíram as acusações no que se refere aos elementos objetivos das infrações.

²⁶ De acordo com o Sistema de Cadastro da CVM (Doc. 1067702).



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

à entrada em vigor das alterações à Lei nº 6.385/1976 trazidas pela Lei nº 13.506/2017, de modo que considero, para fins de aplicação de penalidades neste PAS, a redação anterior da Lei nº 6.385/1976.

65. Observo que as infrações são consideradas graves, nos termos do art. 11, §3º, da Lei nº 6.385/1976; do art. 117 da Instrução CVM nº 409/2004; e do art. 141, inciso XIV, da Instrução CVM nº 555/2014.

66. Ante o exposto, em linha com precedentes do Colegiado da CVM²⁷, ressalvadas as características do caso concreto, à luz dos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, e com fundamento no art. 11, inciso II, c/c inciso I do §1º do mesmo art. 11 da Lei nº 6.385/1976, com a redação anterior à entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, voto pela condenação de:

- (i) **Américas Asset, Consultoria e Gestão de Investimentos Ltda.**, à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$200.000,00** (duzentos mil reais) por infração ao art. 65-B, incisos I e II e §1º, da Instrução CVM nº 409/2004 durante o período até 01/10/2015 e, ainda, ao art. 91, incisos I e II e § 1º, da Instrução CVM nº 555/2014 no período após 01/10/2015; e
- (ii) **Fábio Vieira Cardoso**, à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$100.000,00** (cem mil reais) por infração art. 65-B, incisos I e II e § 1º, da Instrução CVM nº 409/2004 durante o período até 01/10/2015 e, ainda, ao art. 91, incisos I e II e § 1º, da Instrução CVM nº 555/2014 no período após 01/10/2015;

É como voto.

Rio de Janeiro, 10 de outubro de 2023.

João Pedro Nascimento

Presidente Relator

²⁷ Por exemplo, confira-se (i) PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, j. em 09/02/2021; (ii) PAS CVM nº RJ2016/6284, Diretor Relator Pablo Renteria, j. em 23/10/2018; e (iii) PAS CVM Nº RJ2017/4199, Diretor Relator Alexandre Rangel, j. em 27/07/2021.