



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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.010223/2019-22

Reg. Col. 1417/19

Acusados: Única Administração e Gestão de Recursos Ltda.
Alberto Elias Assayag Rocha

Assunto: Apurar responsabilidade de administradora de carteira de valores mobiliários e de seu diretor responsável por violação ao art. 16, inciso I, da Instrução CVM nº 558/2015.

Diretor Relator: Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SIN para apurar eventual responsabilidade dos Acusados por alegada infração ao art. 16, I, da ICVM nº 558/2015².
2. Conforme exposto no Relatório, o presente PAS originou-se do Processo Administrativo CVM nº 19957.000365/2018-09³, em que verificou-se que, no âmbito do FIC Terra Nova, a Única (i) aceitou aplicações de cotistas RPPS, os quais não podiam aplicar recursos em fundos de investimento que alocavam sua carteira, ainda que indiretamente, em ativos de emissores privados que não aqueles mencionados no art. 7º, §8º, da Resolução CMN nº 3.922/10, então vigente⁴; e (ii) aceitou aplicações de um cotista RPPS que

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

² Art. 16. O administrador de carteira de valores mobiliários deve: I – exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos seus clientes;

³ Doc. 0874484.

⁴ A Resolução CMN nº 3.922/10 foi revogada pela Resolução CMN nº 4.963/2021.



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

www.cvm.gov.br

acarretaram o seu desenquadramento em relação ao limite regulatório estabelecido no art. 14 da referida Resolução do Conselho Monetário Nacional, que estabelece que o total das aplicações dos recursos do RPPS em um mesmo fundo de investimento deveria representar, no máximo, 15% (quinze por cento) do patrimônio líquido do fundo.

3. Devidamente intimados, apenas o acusado Alberto Elias apresentou defesa⁵, sustentando, preliminarmente, **(i)** a violação aos princípios da legalidade e demais preceitos constitucionais e legais aplicáveis ao processo administrativo federal, na medida em que o Termo de Acusação teria sido fundamentado em norma que não se aplicaria ao acusado; **(ii)** a ausência de elementos de autoria e materialidade de conduta delituosa; e **(iii)** inaplicabilidade da Resolução CMN n° 3.922/2010 em relação ao acusado.

4. No mérito, argumentou, em síntese, que:

- a) a responsabilidade pela diligência na compra de ativos no âmbito do FIC Terra Nova seria do gestor, e não do administrador;
- b) a responsabilidade pela limitação de concentração estabelecida no art. 14 da Resolução CMN n° 3.922/2010 é do próprio RPPS;
- c) a Administradora cumpriu seu dever de diligência ao contratar prestadores de serviços (gestão, tesouraria, custódia, controladoria, distribuição) no âmbito do FIC Terra Nova; e
- d) não restou demonstrado qualquer ato doloso ou culposos por Alberto Elias.

5. Não obstante a Única não ter apresentado defesa, acarretando a revelia da mesma, necessário destacar que a “*revelia não importa em confissão quanto à matéria de fato e não torna incontroversas as alegações da acusação*”, nos termos do art. 28 da ICVM n° 607/2019, vigente à época⁶. Os fatos e argumentos trazidos na defesa de Alberto Elias não se limitam à sua esfera de atuação na qualidade de diretor responsável da Administradora (com exceção do item “d” acima), motivo pelo qual, à luz do princípio da instrumentalidade do processo⁷, serão estendidos a todos os Acusados.

⁵ Doc. 1072408.

⁶ A ICVM n° 607/19 foi revogada pela Resolução CVM n° 45/21, a qual replicou a mesma redação do art. 28.

⁷ A esse respeito, “[a] persecução disciplinar é realizada pela própria Administração Pública por meio de um processo administrativo, consistente numa sucessão encadeada de atos, conduzidos com certa ordem e cronologia por uma comissão especialmente designada, com a finalidade de atingimento de um interesse



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
www.cvm.gov.br

6. Feito tais esclarecimentos iniciais, passo a analisar as preliminares suscitadas.

II. PRELIMINARES

II.A Violação ao princípio da legalidade e demais preceitos constitucionais

7. A primeira preliminar suscitada por Alberto Elias consiste na violação ao princípio da legalidade e demais preceitos constitucionais e legais aplicáveis ao processo administrativo federal, sob a alegação de que a Acusação atribui aos Acusados responsabilidade por conduta que não é própria da Administradora e que não há individualização da conduta do diretor responsável pela administração de carteiras.

8. Entendo não assistir razão ao acusado.

9. A imputação trazida pela Acusação foi baseada na violação ao art. 16, I da ICVM nº 558/2015, que é aplicável aos administradores de carteira de valores mobiliários, não havendo que se falar, portanto, em violação ao princípio da legalidade.

10. Ademais, a infração objeto deste PAS consiste na violação aos deveres fiduciários pela Administradora e seu diretor responsável com relação a investimentos feitos por cotistas no âmbito do FIC Terra Nova, tendo a Acusação indicado uma atuação desleal dos Acusados para com seus clientes.

11. Por tais razões, rejeito a preliminar.

II.B Ausência de elementos de autoria e materialidade de conduta delituosa

12. A segunda preliminar suscitada também não merece acolhimento.

13. A avaliação acerca da existência de elementos de autoria e materialidade da conduta delituosa dos Acusados se confunde com o mérito, conforme será devidamente realizada no capítulo III deste voto.

público, que seria a máxima tentativa de elucidação da verdade dos fatos investigados e obtenção de uma decisão final que finalize uma controvérsia entre servidor e Administração, objetivando, em último caso, o controle disciplinar interno.” (RUSCHEL, Karine Mendonça. A Primazia do Mérito, a Instrumentalidade das Formas e o Princípio do Prejuízo no Julgamento do Processo Administrativo Disciplinar: uma visão comparada com outros ramos jurídicos processuais).



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

www.cvm.gov.br

14. A propósito, vale destacar que a PFE-CVM, responsável por verificar o preenchimento dos requisitos legais constantes no art. 6º da ICVM nº 607/2019 (vigente à época), chegou à mesma conclusão em seu parecer⁸.

II.C Inaplicabilidade da Resolução CMN nº 3.922/2010

15. De igual modo, entendo que a terceira preliminar suscitada pelo acusado também não merece acolhimento.

16. Alberto Elias argumentou que “*a norma da Resolução do CMN nº 3.922/2010 não se aplica ao Acusado*”, de modo que, “*ante a inaplicabilidade de condutas e obrigações impostas por norma não atinente as obrigações do Acusado, é que o presente PAS deve ser extinto sem qualquer julgamento*”.

17. No entanto, a infração imputada pela Acusação consiste na violação ao art. 16, I, da ICVM nº 558/2015, isto é, violação aos deveres fiduciários pelos Acusados. A esse respeito, confira-se o disposto no Termo de Acusação:

“49. Por certo, esta área técnica não discorda de que cabe primariamente ao próprio regime próprio de previdência social zelar pelo cumprimento das regras impostas pela Resolução CMN nº 3.922/2010 a seus investimentos.

50. Também é fato que a Resolução CMN nº 3.922/2010 não atribui ao administrador de um fundo de investimento a responsabilidade por controlar os limites aos quais os regimes próprios de previdência social devem obedecer. Mas tampouco essa discussão parece ter qualquer importância neste caso concreto, pois não se está diante de situação na qual a visibilidade da carteira completa investida pelo RRPS importa para a configuração do desenquadramento: a exposição indevida se refere a um ativo vedado, ou seja, a caracterização da irregularidade não depende do conhecimento, por parte do administrador, de quais são os demais investimentos efetuados pelo RPPS.

51. Ainda, a Instrução CVM nº 558/2015, que disciplina o exercício profissional da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, impõe uma série de deveres aos regulados, entre os quais o de exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos seus clientes.

52. Cabe apontar que essa mesma Instrução dispõe que o administrador de fundos de investimento deve exercer suas atividades de forma a respeitar e perseguir, de forma diligente, os objetivos de investimento de seus cotistas, entre os quais se inclui, por óbvio, a permanente observância, por parte

⁸ Doc. 0906536.



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

www.cvm.gov.br

desse investidores, a limites regulatórios próprios a eles impostos e que sejam de conhecimento da administradora, como neste caso.

(...)

96. Por certo, é do gestor do regime próprio de previdência social a responsabilidade primária por cumprir as regras de composição e de aplicação de suas carteiras, nos termos do que exige a Resolução CMN nº 3.922/2010.

97. Por seu lado, não pode o administrador de carteiras de valores mobiliários se apoiar nessa responsabilidade do investidor para se ver isento de seus deveres de fidúcia, lealdade e diligência para com seus clientes, os quais estão devidamente previstos no art. 16 da Instrução CVM nº 558/2015.”

18. De todo modo, o próprio regulamento⁹ do FIC Terra Nova dispunha, em seu art. 1º, §2º, que o fundo “*observa o disposto na Resolução nº 3.922/10 do Conselho Monetário Nacional*”.

19. Ou seja, a própria Administradora, responsável pela constituição do fundo, previu que o FIC Terra Nova deveria se adequar às normas previstas na referida Resolução do CMN, conferindo aos cotistas do fundo a legítima expectativa de observância à tais normas regulatórias.

20. Em complemento, destaco que esta Autarquia, em conjunto com a Secretaria de Previdência do Ministério da Fazenda, emitiu o Ofício Circular Conjunto nº 2/2018/CVM/SIN/SPREV, de modo a orientar diretores responsáveis pela administração e gestão de fundos de investimento sobre a Resolução CMN nº 4.695/2018, que alterou a Resolução CMN nº 3.922/2010.

21. Nesse sentido, rejeito, também, a terceira preliminar.

III. AUTORIA E MATERIALIDADE

III.A Breves esclarecimentos

22. Antes de analisar a autoria e responsabilidade dos Acusados, cumpre apresentar breves esclarecimentos sobre os fatos envolvidos neste PAS.

⁹ Doc. 0874601.



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

www.cvm.gov.br

23. Como bem trazido pela Acusação, em 23.10.2017 (data de entrada em vigência das alterações introduzidas pela Resolução CMN n° 4.604/2017 na Resolução CMN n° 3.922/2010), (i) cotistas RPPS passaram a não poder mais aplicar recursos em fundos de investimento que invistam em ativos de crédito privado que não sejam emitidos por instituições financeiras ou companhias abertas (exceto securitizadoras, desde que operacionais e registradas na CVM); e (ii) o limite máximo de participação do total das aplicações dos recursos dos RPPS em um mesmo fundo de investimento foi reduzido de 25% para 15% do patrimônio líquido do fundo.

24. O regulamento¹⁰ do FIC Terra Nova, “constituído sob a forma de condomínio aberto” (art. 1º), estabelecia que o fundo deveria manter, “no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio líquido investido, de forma direta, em cotas de fundos de investimento da classe ‘renda fixa’” (art. 8º).

25. A nova redação conferida ao art. 7º, §8º da Resolução CMN n° 3.922/2010 — aplicável ao FIC Terra Nova, uma vez que caracterizado como fundo de “renda fixa constituído sob a forma de condomínio aberto” (inciso IV, alínea “a”, do referido artigo) — estabeleceu que o fundo somente poderia investir em ativos financeiros de emissores privados caso atendessem os requisitos dispostos nos incisos I a IV:

Art. 7º No segmento de renda fixa, as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social subordinam-se aos seguintes limites:

(...)

§ 8º Os ativos financeiros de emissores privados que integrem as carteiras dos fundos de investimento de que tratam a alínea “a” do inciso III, a alínea “a” do inciso IV e as alíneas “b” e “c” do inciso VII deste artigo devem:

I - ser emitidos por instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

II - ser emitidos por companhias abertas, exceto securitizadoras, desde que operacionais e registradas na CVM;

III - ser cotas de classe sênior de fundo de investimento em direitos creditórios classificado como de baixo risco de crédito por agência classificadora de risco registrada na CVM ou reconhecida por essa autarquia; ou

IV - ser cotas de fundos de investimento cujos ativos investidos observem as

¹⁰ Idem.



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

www.cvm.gov.br

condições do inciso I ou do inciso II deste parágrafo.

26. O art. 21, §1º da Resolução CMN nº 3.922/2010 previu, contudo, que os RPPS que já eram cotistas de fundos de investimentos antes da entrada em vigência da Resolução CMN nº 4.604/2017 podiam manter suas aplicações até o final do prazo de carência de 180 dias ou de conversão de cotas.

27. Nesse contexto, não era necessário que os cotistas RPPS do FIC Terra Nova resgatassem suas aplicações, nem que a gestora alterasse a composição e diversificação de ativos do fundo, ou mesmo diligenciasse para que fundos investidos o fizessem.

28. Com efeito, restou incontroverso nestes autos — eis que devidamente comprovado pela Acusação e não impugnado pelos Acusados — que **(a.i)** os ativos que integravam as carteiras dos fundos investidos pelo FIC Terra Nova não atendiam ao disposto no art. 7º, §8º, da Resolução CMN nº 3.922/2010¹¹; **(a.ii)** a Administradora permitiu novas aplicações de 3 (três) cotistas RPPS no FIC Terra Nova em datas posteriores à entrada em vigência da Resolução CMN nº 4.604/2017; e **(a.iii)** a Administradora aceitou aportes por um cotista RPPS, após a entrada em vigência da Resolução CMN nº 4.604/2017, que acarretou no desenquadramento de tal cotista em relação ao limite regulatório previsto no art. 14 da Resolução CMN nº 3.922/2010¹².

29. O objeto da impugnação de Alberto Elias reside, portanto, na(o) **(b.i)** responsabilidade da Administradora e seu diretor referente à compra de ativos no âmbito do FIC Terra Nova; **(b.ii)** responsabilidade da Administradora e seu diretor no tocante à observância aos limites de concentração a que os cotistas RPPS eram submetidos; **(b.iii)** existência de vedação de investimento nas cotas dos fundos investidos pelo FIC Terra Nova; **(b.iv)** cumprimento do dever de diligência pelos Acusados; e **(b.v)** ausência de culpa ou dolo

¹¹ Através do Demonstrativo de Composição e Diversificação de Ativos do Fundo referente a setembro de 2017, a Acusação identificou que mais de 75% do patrimônio líquido do FIC Terra Nova estava aplicado em ativos de crédito privado, sendo certo que, de todas as sociedades emissoras dos créditos privados em questão, apenas uma possuía registro de companhia aberta junto à CVM, mas como era uma securitizadora de crédito, os ativos de crédito que emite não podiam integrar a carteira de fundos de investimento investidos por RPPS.

¹² Art. 14. O total das aplicações dos recursos do regime próprio de previdência social em um mesmo fundo de investimento deverá representar, no máximo, 15% (quinze por cento) do patrimônio líquido do fundo, observado o disposto no art. 12.



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

www.cvm.gov.br

em relação ao diretor responsável.

30. Em atenção ao princípio da objetividade, entendo que os argumentos de defesa não merecem prosperar, tendo a Acusação logrado êxito em demonstrar a autoria e materialidade da violação aos deveres fiduciários (ICVM nº 558/2015, art. 16, I) pelos Acusados, conforme será tratado a seguir.

III.B Vedação a investimentos em cotas de fundos que investem em ativos de crédito privado

31. Alberto Elias argumentou que “*os ativos do Fundo não correspondiam a valores mobiliários vedados aos investidores, mas sim cotas de fundos de investimentos*”. Em outras palavras, o acusado sustentou que, pelo fato de o FIC Terra Nova ter investido indiretamente em ativos vedados — isto é, em cotas de fundos que investiam em tais ativos vedados —, não teria havido violação à Resolução CMN nº 3.922/2010.

32. Não merece prosperar o argumento de defesa.

33. Evidentemente, o fundo de investimento em cotas de fundos de investimento não pode servir como veículo jurídico apto a permitir investimentos, ainda que indiretos (através das aplicações realizadas pelos fundos investidos), vedados àquela classe de fundo.

34. Afinal, caso assim não fosse, bastaria estruturar um fundo de investimento em cotas para se esquivar das normas regulatórias aplicáveis a determinado fundo, de modo a frustrar o objetivo regulatório ali estabelecido.

35. Ademais, o art. 8º do Regulamento¹³ do FIC Terra Nova — seguindo o disposto na ICVM nº 555/2011 (art. 119 e seguintes) — assim estabelecia:

Artigo 8º. O FUNDO mantém, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio líquido investido, de forma direta, em cotas de fundos de investimento da

¹³ Doc. 0874601.



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

www.cvm.gov.br

classe "renda fixa", podendo os restantes 5% (cinco por cento) de seu patrimônio líquido ser mantidos, também de forma direta, em depósitos à vista ou aplicados em:

- I. títulos públicos federais;
- II. títulos de renda fixa de emissão de instituição financeira;
- III. operações compromissadas, de acordo com a regulação específica do CMN;
- IV. cotas de fundos de índice que reflitam as variações e a rentabilidade de índices de renda fixa;
- V. cotas de fundos de investimento da classe "Renda Fixa" e Subclasses "Curto Prazo", "Referenciado" (neste caso, referenciados nos índices CDI ou SELIC) e "Simples".

36. Ou seja, era vedado ao FIC Terra Nova investir mais de 5% de seu patrimônio líquido em fundos que, por sua vez, não eram da classe "renda fixa".

37. Como bem descrito no Termo de Acusação — e jamais contestado pelos Acusados —, mais de 75% do patrimônio líquido do FIC Terra Nova estava aplicado em ativos de crédito privado de emissores que não atendiam às condições previstas §8º do art. 7º da Resolução CMN nº 3.922/2010.

38. Dessa forma, por qualquer ângulo que se analise a questão, restou evidenciado o desenquadramento dos investimentos realizados pelo fundo administrado pela Única.

III.C Responsabilidade da Administradora

39. Com efeito, concordo com o entendimento exarado pela Acusação no sentido de que a Resolução CMN nº 3.922/2010 não impõe ao administrador do fundo de investimento a responsabilidade por controlar os limites aos quais os RPPS devem obedecer nem por cumprir as regras de composição e de aplicação de suas carteiras.

40. De todo modo, conforme já exposto neste voto, o regulamento do FIC Terra Nova estabeleceu em seu art. 1º, §2º, que “[o] FUNDO observa o disposto na Resolução nº 3.922/10 do Conselho Monetário Nacional (‘CMN’) que regulamenta os investimentos realizados pelos Regimes Próprios de Previdência Social – RPPS”.

41. Da simples leitura do dispositivo referido acima, não restam dúvidas que o regulamento do fundo assegurava aos cotistas a necessidade de atendimento à referida Resolução do Conselho Monetário Nacional.



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

www.cvm.gov.br

42. Ademais, o art. 16, I, da ICVM nº 558/2015 — normativo que disciplina o exercício profissional da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários — prevê os deveres fiduciários que os administradores de fundos devem observar. Dentre tais deveres, destacam-se as obrigações de agir com diligência e lealdade para com seus clientes.

43. Ou seja, cabe ao administrador, na qualidade de prestador de serviço essencial do fundo, zelar pelos objetivos de investimentos de seus clientes (ICVM nº 558/2015, art. 16, II, “b”), os quais incluem-se o cumprimento a limites regulatórios e a observância aos tipos de ativos permitidos para tais cotistas.

44. Afinal, a administração do fundo de investimentos compreende um conjunto de serviços relacionados ao funcionamento e manutenção do fundo, os quais podem ser executados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, em nome do fundo (ICVM nº 555/2014, art. 78).

45. Sobre o tema, confira-se as precisas palavras de Eduardo Cherez Paiva¹⁴:

“A contratação de prestadores de serviço deve ser feita pelo administrador fiduciário, em nome do fundo, sendo obrigatória a contratação de serviços de auditoria independente. Também é obrigatória a contratação de terceiros quando o administrador fiduciário não estiver devidamente autorizado ou credenciado para a prestação dos seguintes serviços: (i) tesouraria, controle e processamento dos ativos financeiros do fundo; (ii) distribuição de cotas; (iii) escrituração da emissão e resgate de cotas; e (iv) custódia de ativos financeiros integrantes da carteira do fundo.

A CVM determina que a contratação de prestadores de serviços pelo administrador, em nome do fundo, deve ser precedida de criteriosa análise e seleção do contratado, devendo ainda o administrador figurar no contrato como interveniente anuente. (...)

Ainda, com base nos deveres de análise prévia à contratação e à contínua fiscalização dos serviços contratados, por parte do administrador, a CVM enxerga no administrador fiduciário o guardião do cotista, o verdadeiro *gatekeeper* do fundo.”

46. Cumpre destacar que o FIC Terra Nova possuía somente 7 (sete) cotistas, não havendo, portanto, grandes complexidades para a realização do controle de enquadramento de seus cotistas.

¹⁴ PAIVA, Eduardo Cherez. Fundos de investimento: Estrutura jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016. pp. 116 e 118.



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

www.cvm.gov.br

47. Ademais, relevante ressaltar que a Única era também administradora de alguns fundos investidos pelo FIC Terra Nova, os quais investiam diretamente em ativos vedados aos RPPS pelas novas regras advindas da Resolução CMN nº 4.604/2017. Ou seja, não bastasse o fato de que carteiras dos fundos de investimento serem públicas e divulgadas na página da CVM na *internet*, os Acusados tinham (ou deveriam ter) conhecimento que o FIC Terra Nova investia em fundos que não podiam mais receber investimentos de cotistas RPPS.

48. O ingresso de novos investimentos por cotistas RPPS no FIC Terra Nova após as alterações introduzidas pela Resolução CMN nº 4.604/2017 na Resolução CMN nº 3.922/2010 é ainda mais grave *vis-à-vis* as regras de resgates estabelecidas no regulamento do FIC Terra Nova, sobretudo face a existência da previsão de cobrança de taxa de saída de 30% para qualquer resgate solicitado antes do prazo de 1460 dias corridos:

Artigo 14. E cobrada taxa de saída no FUNDO de 30% (trinta por cento) do valor do resgate, a qual é deduzida diretamente do valor a ser recebido, conforme prazo de conversão de cotas previsto no Parágrafo Primeiro do Artigo 20 deste Regulamento, revertendo em favor do FUNDO, não sendo cobrada taxa de ingresso no FUNDO.

Artigo 20. O resgate das cotas do FUNDO não está sujeito a qualquer prazo de carência, podendo ser solicitado nos termos deste Regulamento, sendo pago no 4º (quarto) dia útil subsequente à data de conversão de cotas.

Parágrafo Primeiro. Fica estipulada como data de conversão de cotas:

- I. Com cobrança de taxa de saída: o 63º (sexagésimo terceiro) dia corrido subsequente à solicitação de resgate ou primeiro dia útil subsequente, caso a data não seja dia útil.
- II. Sem cobrança de taxa de saída: o 1.460º (milésimo quingentésimo sexagésimo) dia corrido subsequente à solicitação de resgate ou primeiro dia útil subsequente, caso a data não seja dia útil.

49. Como se vê, os referidos cotistas somente conseguiriam regularizar o enquadramento regulatório de seus investimentos no FIC Terra Nova, que investia em ativos de baixa liquidez, mediante o pagamento de taxa de saída de expressivos 30% do montante investido ou após 1460 dias da data de solicitação de resgate.

50. Por outro lado, não há como ignorar o fato de que o ingresso de novos recursos proporcionou o aumento da remuneração da Administradora no âmbito do FIC 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
www.cvm.gov.br

tendo em vista que a taxa de administração incidia sobre o valor do patrimônio líquido do fundo (art. 13 do Regulamento). Ou seja, a Única possuía incentivos para atuar de forma oportunista, em típico exemplo de conflito de agência¹⁵.

51. A respeito do dever de lealdade, o então Diretor Pablo Renteria foi preciso ao dispor que *“o ato desleal, em oposição à falta de diligência, que se associa à culpa em sentido estrito, supõe ação ou omissão dolosa do gestor ou administrador, que atua deliberadamente em detrimento dos interesses dos cotistas”*¹⁶.

52. Dessa forma, concordo com a tese acusatória no sentido de que a Única violou seu dever de lealdade para com seus clientes.

53. De igual modo, entendo que a Administradora violou seu dever de diligência.

54. Conforme entendimento amplamente sedimentado pela CVM, o dever de diligência consiste num normativo aberto, sendo necessária uma análise eminentemente procedimental para se verificar o atendimento ao referido comando pelo regulado. Tratando-se de fundos de investimento, cumpre ao administrador empregar meios adequados para assegurar controles internos eficientes para fiscalizar e monitorar as atividades prestadas por terceiros por ele contratado em nome do fundo.

55. A esse respeito, o então Diretor Gustavo Gonzalez¹⁷ destacou:

“36. Historicamente, a regulamentação da CVM assume um protagonismo dos administradores fiduciários na condução das atividades dos fundos de investimentos. Com efeito, a administração de carteiras de valores mobiliários é, ainda hoje, definida de modo genérico abrangente como ‘o exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores

¹⁵ A respeito do problema de agência existente nos fundos de investimento, destaco preciosas reflexões apresentadas por Rafael Vieira de Andrade de Sá: “[a] remuneração dos agentes – e, mais precisamente, o seu formato – talvez seja o núcleo da teoria da agência em diversos contextos; e não é diferente com a indústria de fundos de investimento. A relevância desse tema está ligada ao fato de que o modelo de remuneração de um agente pode ser um efetivo meio para mitigar os problemas de agência e servir de relevante instrumento para promover o alinhamento de interesses entre representados e agentes. Contudo, o oposto também é verdadeiro: um modelo inadequado de remuneração (‘não-ótimo’, na linguagem dos economistas) pode ser o principal gerador de conflitos de agência nessa relação.” (O administrador como gatekeeper dos fundos de investimento: origem, fundamentos e perspectivas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 34).

¹⁶ PAS CVM nº RJ2015/12087, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. em 24.07.2018.

¹⁷ PAS CVM nº 05/2012, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 27.08.2019.



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

www.cvm.gov.br

mobiliários'. A explicação, creio eu, reside no fato de que os poucos dispositivos legais que tratam da indústria de fundos não foram alterados à medida em que o mercado se tornou mais complexo e as atividades que originalmente eram concentradas em uma única entidade foram progressivamente sendo segregadas em prestadores de serviço autônomos e especializados

37. Na regulamentação vigente, portanto, cabe ao administrador fiduciário exercer diretamente todas as atividades necessárias para a manutenção do fundo de investimento ou, o que é mais comum, parcialmente delegá-las a terceiros. Na prática, os administradores usualmente terceirizam uma série de serviços fiduciários – incluindo não só a gestão da carteira, como, por exemplo, a distribuição de cotas e as atividades de tesouraria, escrituração de cotas e custódia de ativos financeiros – mantendo, contudo, responsabilidade por supervisionar os serviços delegados a terceiros.”

56. Não obstante tal abordagem regulatória ter sido modificada com a recém editada Resolução CVM nº 175/2022, o regime jurídico vigente à época dos fatos, estabelecido pela ICVM nº 555/2014, que “[d]ispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento”, definia, no âmbito regulatório, o administrador fiduciário como principal prestador de serviços do fundo, o qual era responsável por fiscalizar os serviços prestados por todos os terceiros contratados por ele em nome do fundo.

57. Não há dúvidas de que compete, primariamente, ao próprio gestor do RPPS a responsabilidade por zelar pelo cumprimento das regras impostas pela Resolução CMN nº 3.922/2010 a seus investimentos e ao gestor do FIC Terra Nova a responsabilidade por seleção dos ativos a serem investidos pelo fundo.

58. No entanto, depois das alterações advindas da Resolução CMN nº 4.604/2017, a Administradora tinha o dever de identificar que, em razão dos fundos investidos pelo FIC Terra Nova investirem em créditos privados, não poderia haver novos aportes pelos RPPS naquele fundo, bem como monitorar o enquadramento dos RPPS em relação aos limites regulatórios.

59. Diante do exposto neste PAS, observo que a Única não adotou controles internos no âmbito do FIC Terra Nova aptos a impedir a materialização dos riscos imputáveis aos cotistas RPPS, em violação a seus deveres fiduciários, e concluo que a Única descumpriu o dever de conduta de que trata o art. 16, inciso I, da ICVM nº 558/2015, como imputado pela



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

www.cvm.gov.br

Acusação.

III.D Responsabilidade de Alberto Elias

60. Passo agora ao exame da responsabilidade de Alberto Elias, diretor responsável, à época dos fatos, pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários da Única.

61. O acusado argumentou que a norma do art. 16, I, da ICVM nº 558/2015 não se aplicaria a ele, mas tão somente à administradora. Segundo o acusado, em caso de culpa, ele deveria responder civilmente pelos prejuízos causados, na forma do art. 158 do Código Civil. Ademais, apontou que “*sequer há individualização de conduta do Acusado, quem dirá, então, comprovação de culpa ou dolo na conduta que teria violado dispositivo legal*”.

62. Não obstante a regulação da CVM prever a figura do diretor responsável pela administração de carteira de valores mobiliários (ICVM nº 558/2015, art. 4º, §2º), sua responsabilização é sempre subjetiva e depende da demonstração de dolo ou culpa.

63. Não se trata de responsabilidade solidária ou objetiva do diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários. Tendo em vista se tratar de responsabilidade subjetiva, é necessário, pois, indicar a conduta comissiva ou omissiva atribuída ao administrador fiduciário para que se possa discutir, de forma adequada, o eventual descumprimento do comando de fiscalização sobre terceiros contratados pelo fundo.

64. Conforme amplamente sedimentado pela CVM¹⁸, a estratégia regulatória adotada estabeleceu focos de responsabilização, de modo a criar incentivos para que diretores responsáveis por atividades específicas atuassem de forma diligente, impedindo que a responsabilidade ficasse diluída na pessoa jurídica.

65. O diretor responsável se desincumbe do seu dever de supervisionar as atividades delegadas pelo administrador fiduciário ao assegurar que o fundo adote sistemas,

¹⁸ PAS CVM nº RJ2010/9129, Rel. Dir. Otávio Yazbek, j. em 09.08.2011; PAS CVM nº RJ2010/13301, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 23.10.2012; PAS CVM nº Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.008816/2018-48. Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 28.02.2023.



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

www.cvm.gov.br

procedimentos e controle eficazes¹⁹.

66. Consoante descrito no capítulo III.C deste voto, a Única permitiu que cotistas realizassem novos investimentos no FIC Terra Nova, não obstante o fundo ter deixado de ser apto a receber investimentos de RPPS em razão dos ativos que aplicava, e que um cotista RPPS extrapolasse o limite regulatório previsto na Resolução CMN n° 3.922/2010.

67. A meu ver, não se trata de falhas isoladas. As características do caso concreto — especialmente no tocante ao fato de que a Única era administradora de fundos investidos pelo FIC Terra Nova e o reduzido número de cotistas do fundo — evidenciam a baixa complexidade de se criar controles internos no âmbito do FIC Terra Nova aptos a mitigar os riscos aos quais os cotistas estavam submetidos. No entanto, não houve qualquer sinalização por parte da Administradora nem de seu diretor responsável para se evitar tais violações regulatórias pelos clientes.

68. Nesse sentido, entendo que a Acusação logrou êxito em demonstrar que a Administradora não implementou controles internos adequados e suficientes a mitigar riscos de desenquadramento de cotistas RPPS no FIC Terra Nova, e Alberto Elias, por sua vez, não indicou (e muito menos comprovou) ter adotado esforços suficientes para implementar tais controles ou monitorar os prestadores de serviços contratados pela Administradora em nome do FIC Terra Nova. Assim, concluo que Alberto Elias também deve ser responsabilizado pelo descumprimento do dever de conduta de que trata o art. 16, inciso I, da ICVM n° 558/2015, como imputado pela Acusação, razão pela qual entendo que ele deve ser responsabilizado por violação ao art. 16, I, da ICVM n° 558/2015.

IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

69. Pelas razões expostas no capítulo II deste voto, rejeito as preliminares suscitadas

¹⁹ Nas palavras da então Diretora Maria Helena Santana no julgamento do PAS CVM n° RJ2005/8510, “*como diretor responsável, pessoa que existe na regulamentação exatamente para assegurar em nome da pessoa jurídica, que evidentemente não tem vontades, 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*”.



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

www.cvm.gov.br

em sede de defesa.

70. Em relação ao mérito, concluo que os Acusados devem ser responsabilizados por infração ao art. 16, I, da ICVM nº 558/2015, por terem violado seus deveres fiduciários para com seus clientes no âmbito do FIC Terra Nova, ao permitirem novos investimentos no fundo que acarretaram violações por cotistas RPPS às normas previstas nos arts. 7º, §8º, e 14 da Resolução CMN nº 3.922/2010.

71. Observo que os fatos que acarretaram o desenquadramento dos RPPS no âmbito do FIC Terra Nova ocorreram no período de 24.10.2017 a 12.12.2017. Para fins de dosimetria, cabe considerar a redação vigente da Lei nº 6.385/1976 — isto é, a nova redação trazida pela Lei nº 13.506/2017, de 13.11.2017 —, em linha com precedentes da CVM²⁰ e com entendimento consolidado na seara do direito penal objeto da Súmula 711 do Supremo Tribunal Federal²¹.

72. Ainda que o ingresso de novos recursos, no valor de mais de R\$ 35 milhões²², tenha proporcionado o aumento da remuneração da Administradora no âmbito do FIC Terra Nova, uma vez que a taxa de administração era atrelada ao valor do patrimônio líquido do fundo²³, não há nos autos deste PAS documentos que informem os montantes totais da remuneração auferida.

73. Nesse contexto, entendo mais apropriada a imposição de multa pecuniária, com

²⁰ PAS CVM nº 19957.0002382019-82, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 08.12.2020; PAS CVM nº 19957.004928/2020-44, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 28.09.2021.

²¹ Súmula 711 - A lei penal mais grave aplica-se ao crime continuado ou ao crime permanente, se a sua vigência é anterior à cessação da continuidade ou da permanência

²² Doc. 0875098.

²³ “Artigo 13. O FUNDO está sujeito à taxa de administração de 0,90% a.a. (noventa centésimos por cento ao ano) sobre o valor do seu patrimônio líquido ou a quantia mínima mensal de R\$ 4.000,00 (quatro mil reais), o que for maior, a qual remunera os serviços de administração fiduciária, gestão de recursos, controladoria e distribuição, mas não inclui a remuneração dos prestadores de serviços de custódia e auditoria das demonstrações financeiras do FUNDO nem os valores correspondentes aos demais encargos do FUNDO, os quais serão debitados do FUNDO de acordo com o disposto neste Regulamento e na regulamentação em vigor. [...] Parágrafo Segundo. A remuneração prevista no caput deste Artigo deve ser provisionada diariamente (em base de 252 dias por ano) sobre o valor do patrimônio líquido do FUNDO e paga mensalmente, por período vencidos, até o 5º (quinto) dia útil do mês subsequente.” (Doc. 0874601).



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

www.cvm.gov.br

base no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, em linha com precedentes julgados pelo Colegiado da CVM²⁴, observando, ainda, que, neste caso, como dito, são aplicáveis as disposições trazidas pela Lei nº 13.506/2017.

74. Cabe frisar que a infração imputada aos Acusados é de natureza grave, nos termos do art. 32 da então vigente ICVM nº 558/2015, cujo teor foi refletido no art. 35 da Resolução CVM nº 21/2021 atualmente em vigor.

75. Percebe-se, no caso em análise, uma nítida relação de agência, em que a Administradora do fundo deixou de atuar no melhor interesse de seus clientes. A violação aos deveres fiduciários perpetrada pelos Acusados permitiu que cotistas RPPS do FIC Terra Nova — que incluíam institutos de previdência social de servidores de municípios do Amapá, Pernambuco, Rio de Janeiro e São Paulo — aplicassem recursos em ativos vedados, em desacordo com o nível de risco que tais cotistas podiam se expor. Não cabe, entretanto, aplicar a agravante relativa à violação de deveres fiduciários, prevista no art. 65, IV, da Resolução CVM nº 45/2021, pois tal elemento já constitui e qualifica a própria infração ao art. 16, I, da ICVM nº 558/2015 (v. art. 65, caput, da Resolução CVM nº 45/2021).

76. De resto, na dosimetria da pena, deixo de levar em conta, como circunstância atenuante, bons antecedentes, tendo em vista o histórico dos Acusados perante a CVM²⁵.

77. Tendo em vista a gravidade em abstrato e em concreto das irregularidades comprovadas e em atendimento ao disposto nos arts. 62 e 63 da Resolução CVM nº 45/2021, voto por fixar a pena-base no montante de R\$ 600.000,00, para a pessoa jurídica administradora do FIC Terra Nova, e de R\$ 300.000,00, para o seu diretor responsável perante a CVM, as quais, na ausência de circunstâncias agravantes e atenuantes, consoante

²⁴ PAS CVM nº RJ2012/12201, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 04.08.2015; PAS CVM nº 07/2012, Rel. Dir. Gustavo Borba, j. em 06.03.2018; PAS CVM nº 2015/9465, Rel. Dir. Gustavo Borba, j. em 13.07.2018; PAS CVM nº 2016/6284, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. em 23.10.2018.

²⁵ Alberto Elias Assayag Rocha foi condenado à penalidade de multa pecuniária por violação ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014 (PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Rel. Presidente João Pedro Nascimento j. em 28.02.2023).

Única Administração e Gestão de Recursos Ltda., por sua vez, também foi condenada à penalidade de multa pecuniária por violação ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014 (PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Rel. Presidente João Pedro Nascimento j. em 28.02.2023), bem como à penalidade de multa pecuniária por violação ao art. 12 da ICVM nº 358/2002 (PAS CVM nº RJ2018/4059, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 16.12.2022).



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

www.cvm.gov.br

detalhado acima, refletem-se nas penas finais a serem aplicadas aos Acusados.

78. Nesses termos, à luz dos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, voto, com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/1976, pela **condenação** de:

(i) **Única Administração e Gestão de Recursos Ltda.**, na qualidade de administradora do FIC Terra Nova, à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 600.000,00** (seiscentos mil reais) por infração ao art. 16, I, da ICVM nº 558/2015, por ter violado seus deveres fiduciários, ao ter permitido que cotistas RPPS investissem em ativos vedados a eles e ao ter aceitado aplicações de um cotista RPPS que ultrapassaram o limite máximo de 15% que ele podia deter em um fundo de investimento; e

(ii) **Alberto Elias Assayag Rocha**, na qualidade de diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários da Única, à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 300.000,00** (trezentos mil reais) por infração ao art. 16, I, da ICVM nº 558/2015, por ter violado seus deveres fiduciários, ao ter permitido que cotistas RPPS investissem em ativos vedados a eles e ao ter aceitado aplicações de um cotista RPPS que ultrapassaram o limite máximo de 15% que ele podia deter em um fundo de investimento.

É como voto.

Rio de Janeiro, 11 de julho de 2023.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor Relator