

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº
RJ2010/13301

Acusados:

David Jesus Gil Fernandez
Infinity Asset Management Administração de Recursos Ltda.
Infinity CCTVM S.A.

Ementa: inexistência de segregação física de atividades – inexistência de critérios para rateio de grupamento de ordens de compra e venda de ativos – não devolução aos fundos dos valores excedentes referentes à corretagem – descumprimento do dever de diligência. Multas.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/76, e no art. 18 da Instrução CVM nº 306/99, por unanimidade de votos, decidiu:

1. Preliminarmente, refutar as considerações iniciais trazidas pela defesa relativas ao cumprimento do princípio da proporcionalidade e da razoabilidade, por entender que o Termo de Acusação é, sim, proporcional e razoável.
2. No mérito, propor a aplicação das seguintes penalidades:
 - 2.1. Pena de multa pecuniária individual no valor de R\$ 100.000,00 para a Infinity CCTVM S.A. e para a Infinity Asset Management Administração de Recursos Ltda., por inexistência de segregação física de atividades, em infração ao art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306/99;
 - 2.2. Pena de multa pecuniária individual no valor de R\$ 100.000,00 para a Infinity CCTVM S.A. e para a Infinity Asset Management Administração de Recursos Ltda., por inexistência de critérios para rateio de grupamento de ordens de compra e venda de ativos, em infração ao art.14, parágrafo único, da Instrução CVM nº 306/99 e ao art. 60, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409/04;
 - 2.3. Pena de multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00 para a Infinity CCTVM S.A., pela não devolução aos fundos dos valores excedentes referentes à corretagem, em infração ao art. 65-A, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409/04;
 - 2.4. Pena de multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00 para David Jesus Gil Fernandez, na qualidade de diretor responsável pela Infinity Asset Management Administração de Recursos Ltda., pelo descumprimento do seu dever de diligência, em infração ao art.14, parágrafo único, e 15, *caput*, e inciso I, da Instrução CVM nº 306/99, e ainda aos artigos 60, parágrafo único, e 65-A, parágrafo único, ambos da Instrução CVM nº 409/04.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento da comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538/2008.

Ausentes os acusados, bem como o seu representante.

Presente a Procuradora-federal Adriana Cristina Dullius, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Luciana Dias, Relatora, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, Roberto Tadeu Antunes Fernandes, e o Presidente interino da CVM, Otavio Yazbek, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 23 de outubro de 2012.

Luciana Dias
DIRETORA-RELATORA

Acusados:

Infinity CCTVM S.A.
Infinity Asset Management Administração de Recursos Ltda.
David Jesus Gil Fernandez

Assunto: Irregularidades estruturais e operacionais relativas à administração de carteiras de valores mobiliários.

Relatora: Diretora Luciana Dias

RELATÓRIO

I. Objeto

1. Trata-se de Termo de Acusação elaborado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN"), contra (i) *Infinity CCTVM S.A.* ("Corretora"), (ii) *Infinity Asset Management Administração de Recursos Ltda.* ("Gestora", sendo Gestora e Corretora coletivamente designadas "*Infinity*") e (iii) David Jesus Gil Fernandez ("Sr. David"), diretor presidente de ambas as instituições e diretor responsável pela aplicação da carteira própria da Corretora e pela administração de carteiras de valores mobiliários da Gestora.
2. As acusações se baseiam em supostas irregularidades apuradas pela Gerência de Fiscalização Externa 7 ("GFE-7"), em inspeção *in loco* realizada entre 11.10.07 e 21.12.07 (fls. 101/136).

II. Termo de Acusação

3. Em 01.09.10, a SIN emitiu Termo de Acusação (fls. 01/16), no qual acusa a Gestora e a Corretora das seguintes irregularidades: (i) inexistência de segregação física de atividades, em infração ao art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306, de 1999¹; (ii) inexistência de critérios equitativos e pré-estabelecidos para rateio de ordens grupadas, em infração ao art. 14, parágrafo único, da Instrução CVM nº 306, de 1999²; e art. 60, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409, de 2004³; e (iii) não devolução aos fundos dos valores referentes ao rebate de corretagem, em infração ao art. 65-A, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409, de 2004⁴.
4. A acusação de inexistência de segregação física de atividades, em infração ao art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306, de 1999, baseou-se nos seguintes fatos:
 - i. a Corretora e a Gestora ocupam as mesmas dependências, sem qualquer separação física, compartilhando vários serviços, inclusive os de contabilidade, *compliance*, *back-office* e gestão de risco;
 - ii. as aplicações de carteira própria da Corretora e da Gestora eram feitas a partir da mesma mesa, na qual sentavam o Sr. David, o Sr. C.G.F. e o Sr. G.V.S.;
 - iii. de acordo com os organogramas fornecidos pelos acusados, o Sr. David era diretor-presidente da Corretora e da Gestora;
 - iv. o Sr. S.A.P., que, de acordo com os mesmos organogramas, ocupava o cargo diretor de controladoria tanto da Corretora quanto da Gestora, informou aos inspetores da CVM que o Sr. David era o gestor da carteira própria da Corretora; e
 - v. o Sr. David era o diretor responsável da Gestora perante a CVM pela gestão de recursos de terceiros e, de acordo com os depoimentos colhidos durante as inspeções, o Sr. C.G.F. e o Sr. G.V.S. estavam subordinados a ele.
5. Por sua vez, a acusação de inexistência de critérios equitativos e pré-estabelecidos para rateio de ordens grupadas, em infração ao art. 14, parágrafo único, da Instrução CVM nº 306, de 1999; e art. 60, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409, de 2004, fundamentou-se nos seguintes fatos:
 - i. as inspeções realizadas revelaram que o rateio e grupamento das ordens de compra e venda de ativos pelos

fundos, administrados pela Corretora e geridos pela Gestora ocorriam sem critério pré-estabelecido;

- ii. não havia manual, regras ou procedimentos escritos de rateio de ordens;
 - iii. em resposta a questionamentos da CVM sobre a forma de rateio, a Corretora, por meio de seu diretor, Sr. David, respondeu que o critério era primeiro zerar todas as posições existentes; em seguida era determinado um fator de participação de cada fundo em função do seu patrimônio e política de investimento; e, finalmente, o rateio era feito por igual, pelos preços em que as compras foram efetuadas; e
 - iv. os inspetores da CVM testaram diversas operações realizadas entre os dias 24 e 28.09.2007, utilizando o método do preço médio e a conclusão foi de que, para algumas operações, o preço da operação ficou próximo do preço médio, mas, para outras operações, não foi possível chegar a qualquer tipo de definição, sendo constatadas diferenças de 4,5% entre o preço médio praticado para fundos diferentes em relação a um mesmo ativo no mesmo dia.
6. Por fim, a acusação de não devolução aos fundos dos valores referentes ao rebate de corretagem, em infração ao art. 65-A, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409, de 2004, baseou-se nos seguintes fatos:
- i. a Gestora, quando questionada sobre os documentos que normatizam os percentuais de devolução de corretagem, respondeu que existia contrato entre ela e as corretoras, no entanto "o percentual de devolução de corretagem não figura nos mesmos, a devolução é acertada verbalmente com as corretoras e utilizadas diariamente nas notas de corretagem"; e
 - ii. os cruzamentos de dados apresentados pela Gestora e das notas de corretagem das corretoras com as quais operava no segmento BM&F, em nome dos fundos, demonstrariam que os valores de corretagem efetivamente pagos pela Gestora para as corretoras eram menores que aqueles cobrados dos fundos.
7. Adicionalmente, o Termo de Acusação imputa ao Sr. David o descumprimento do dever de diligência, em infração ao art. 7º, inciso II⁵, e art. 17⁶, ambos da Instrução CVM nº 306, de 1999, na tarefa de assegurar que a legislação e regulação relativas à administração dos fundos fossem cumpridas, tendo em vista o seu cargo de diretor responsável pela administração de carteira de valores mobiliários perante a CVM.

III. Defesa

8. A Corretora, a Gestora e Sr. David apresentaram defesa conjunta (fls. 241/260), requerendo a absolvição dos acusados e o arquivamento do processo administrativo sancionador nos termos sucintamente relatados abaixo.
- i. *Considerações iniciais.*
9. Em suas considerações iniciais, os acusados argumentam, com fundamento em precedentes da CVM, que em razão do princípio da proporcionalidade e razoabilidade, os processos administrativos sancionadores deveriam estar reservados aos casos em que a punição é uma medida necessária e adequada para a consecução das finalidades relacionadas no art. 4º da Lei nº 6.385, de 1976. Quando a punição não fosse medida necessária para a consecução dos objetivos eleitos pelo legislador, não haveria razão para um processo sancionador ainda que existisse uma infração objetiva a lei.
- ii. *Inexistência de segregação física de atividades.*
10. À época da inspeção, anterior à mudança das instalações da Gestora e da Corretora, "não obstante dividissem o mesmo espaço físico", a defesa esclareceu que o Sr. David não era responsável pela gestão de carteira de terceiros.
11. Os acusados também afirmam que a segregação de funções entre os seus funcionários geraria uma natural segregação das atividades da Gestora e da Corretora, exceção feita apenas a atividades de apoio, dentre as quais, a contabilidade, o back-office e o compliance, que atendem à Infinity como um todo.
12. A redação do art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306, de 1999, não impõe especificamente a necessidade de segregação física, tendo em vista a existência da conjunção "ou", que permite alternativamente "a definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso das instalações, equipamentos e arquivos comuns". E, portanto, à luz do princípio da finalidade, a segregação existente era suficiente para atingir a finalidade da norma.
13. Com a mudança de endereço, a Corretora e a Gestora foram fisicamente separadas e houve a instalação do

sistema de controle de acesso "OnGuard", limitando o acesso dos funcionários de uma às dependências necessárias à prática de suas atividades.

iii. Inexistência de critérios para rateio de ordens grupadas.

14. De acordo com a defesa, a redação do parágrafo único do art. 60, da Instrução CVM nº 409, de 2004, não determina a existência de documento escrito que contenha os critérios utilizados para rateio de ordens, mas apenas que estes sejam preestabelecidos e promovam o rateio equitativo entre os fundos. E, em obediência ao princípio da legalidade, a CVM não pode exigir do administrado mais do que a norma exige.

15. Conforme esclarecimentos prestados pela *Infinity*, os rateios são realizados de acordo com os seguintes critérios:

"Existem algumas sequências que são utilizadas na composição do rateio. Em primeiro lugar, a preferência será sempre a zeragem de operações existentes em aberto, após isso, inicia-se o critério de rateio que obedece a algumas situações, algumas 'classificadoras' e outras, 'eliminatórias'.

Cada fundo possui seu regulamento, sua política de investimentos, seu grau de alavancagem, seu grau de investimentos, suas características de gestão, e a determinação de quais são os ativos que cada um opera.

Em Comitê é decidida a estratégia que será utilizada e para quais fundos serão aplicadas:

- a. *Zerar posições existentes;*
- b. *Ver o peso de cada um de acordo com o PL versus percentual de derivativos permitido versus grau de alavancagem de cada fundo, onde cada um passa a ter um fator de participação (Fração) da parte total, garantindo a aderência ao seu regulamento.*
- c. *Após isso é identificado se a estratégia somada a posição de cada fundo não gera excesso de alavancagem ou risco na composição de sua carteira.*
- d. *Finalmente, após efetuados todos os filtros é feito o rateio por igual da estratégia como um todo, pelos preços em que elas foram efetuadas.*

Como os fundos possuem características distintas, possuem estratégias diferentes e que são definidas em momentos distintos de mercado, isso às vezes faz com que não haja agrupamento ou rateio, pois aquela estratégia já foi feita diretamente para aquele determinado fundo, isto é, existem operações e estratégias feitas para um ou outro fundo, não havendo rateio neste caso." (fls.252/253).

iv. *Não devolução aos fundos dos valores excedentes referentes à corretagem.*

16. As operações realizadas em nome dos fundos no seguimento BM&F eram executadas por corretoras diversas contratadas pela Corretora, na qualidade de administradora dos fundos, tendo como interveniente a F.S.A., responsável pela compensação dos negócios.
17. De acordo com a defesa, "o que a *Infinity CCTVM* [Corretora] fazia era contratar, por sua conta e ordem e às suas expensas, corretoras para executar as ordens de compra e venda e para fazer a liquidação e compensação dos negócios, repassando a essas contratadas, por esse serviço, parte da corretagem que recebia dos fundos. Assim, [é] natural que o valor pago a essas corretoras não corresponda à corretagem paga pelos fundos à *Infinity CCTVM* [Corretora]."
18. A Corretora faria jus à corretagem porque efetivamente prestaria aos fundos que administrava o serviço de manter o sigilo das operações e figurando como semi-garantidora.
19. A prática apontada pela GFE-7 não seria irregular, por se tratar de remuneração devida em função dos serviços prestados pela Corretora aos fundos de contratação das corretoras, preservando o sigilo das operações e atuando como semi-garantidora destas.

v. *Descumprimento do dever de diligência do diretor.*

20. De acordo com a defesa, o Termo de Acusação imputou responsabilização objetiva ao Sr. David por ocupar cargo de diretor-presidente da Corretora e da Gestora. Não haveria qualquer indicação específica de ação ou omissão própria do Sr. David.

21. O direito administrativo sancionador possui, como regra, responsabilização subjetiva, mesmo quando há descumprimento de norma objetiva, devendo-se analisar a culpabilidade do acusado. Por essas razões, o Sr. David deveria ser absolvido.

IV. Termo de Compromisso

22. Os acusados ofereceram proposta de Termo de Compromisso, em 10.02.11 em que se propunham a pagar a quantia de R\$35.000,00 cada um.

23. Em 01.02.2012, a PFE manifestou entendimento de que não estavam presentes os requisitos necessários para a celebração de termo de compromisso, uma vez que os acusados não se propunham a recompor o prejuízo dos fundos.

24. Em 17.04.2012, o Colegiado recusou a proposta de termo de compromisso.

Rio de Janeiro, 23 de outubro de 2012.

Luciana Dias
Diretora

1"Art. 15. Na administração de carteira de valores mobiliários deve ser assegurada a completa segregação das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo ser adotados procedimentos operacionais, dentre outros, objetivando:

I - a segregação física de instalações entre áreas responsáveis por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de capitais, ou definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa;"

² Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta:

(...)

Parágrafo único. O administrador deve garantir, através de mecanismos de controle interno adequados, o permanente atendimento às normas e regulamentações vigentes, referentes às diversas alternativas e modalidades de investimento, à própria atividade de administração de carteira e aos padrões de conduta ética e profissional."

3 Art. 60. As ordens de compra e venda de títulos e valores mobiliários e outros ativos disponíveis no âmbito do mercado financeiro e de capitais devem sempre ser expedidas com a identificação precisa do fundo de investimento em nome do qual elas devem ser executadas.

Parágrafo único. Quando uma mesma pessoa jurídica administrar diversos fundos, será admitido o grupamento de ordens, desde que o administrador tenha implantado sistema que possibilite o rateio, entre os fundos, das compras e vendas feitas, através de critérios eqüitativos e preestabelecidos, devendo o registro de tal repartição ser mantido à disposição da CVM pelo período mínimo de 5 (cinco) anos.

4 Art. 65 –A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

(...)

Parágrafo único. O administrador e o gestor devem transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição, admitindo-se, contudo, que o administrador e o gestor de fundo de cotas sejam remunerados pelo administrador do fundo investido.

5 Art. 7^o A autorização para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários somente é concedida à pessoa jurídica domiciliada no País que:

(...)

II – atribua a responsabilidade pela administração de carteira de valores mobiliários a um diretor, gerente-delegado ou sócio-gerente autorizado a exercer a atividade pela CVM;

⁶ Art. 17. A pessoa natural ou jurídica, no exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, é diretamente responsável, civil e administrativamente, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos que infringirem normas legais, regulamentares ou estatutárias, sem prejuízo de eventual responsabilidade penal e da responsabilidade subsidiária da pessoa jurídica de direito privado que a contratou ou a supervisionou de modo inadequado.

Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/13301

Acusados:

Infinity CCTVM S.A.
Infinity Asset Management Administração de Recursos Ltda.
David Jesus Gil Fernandez

Assuntos: Irregularidades estruturais e operacionais relativas à administração de carteiras de valores mobiliários.

Relatora: Diretora Luciana Dias

V O T O

1. Preliminarmente, em resposta às considerações iniciais trazidas pela defesa, gostaria de corroborar o entendimento construído pelo então Diretor Marcos Pinto e pela então Presidente Maria Helena Santana na decisão do PAS CVM nº 23/05.

2. Assim como eles, acredito que os processos sancionadores devem ser pautados pelos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade. Desse modo, nem todas as infrações objetivas aos comandos legais são suficientes para justificar um processo sancionador.

3. Medidas sancionadoras estariam reservadas para aqueles casos em que a punição é a ação necessária e adequada para a consecução das finalidades relacionadas no art. 4º da Lei nº 6.385/76. Quando a punição não for medida necessária para a consecução dos objetivos eleitos pelo legislador, não há razão para um processo sancionador, ainda que exista uma infração objetiva às normas.

4. Nesse contexto, cabe às áreas técnicas da CVM, no exercício de suas funções, fazer um juízo de valor sobre a necessidade, ou não, de instauração de processo sancionador diante de cada desvio de conduta a depender de a sanção administrativa ser a medida necessária para a consecução das finalidades da CVM, conforme indicadas no art. 4º da Lei nº 6.385/76.

5. Cliente da obrigação legal de exercer esse juízo de valor sobre as irregularidades e os desvios de conduta no âmbito de sua competência, a CVM criou mecanismos para corrigir irregularidades de menor grau ofensivo por meio de procedimentos não sancionadores. É o caso (i) das multas cominatórias, que criam um mecanismo de incentivo para a entrega tempestiva de informações; e (ii) do ofício de alerta, criado pela Deliberação CVM nº 542, de 2008, que estabelece um diálogo educativo com o administrado.

6. Dito isto, diante dos indícios de graves infrações apontados pelas inspeções, e confirmados pelas inúmeras comunicações entre a SIN e os acusados no presente caso, não vejo como a CVM poderia ter agido de forma diferente. Por isso, entendo que o Termo de Acusação é proporcional e razoável.

i. Inexistência de segregação física de atividades.

7. A primeira acusação formulada contra a Corretora e a Gestora é a falta de segregação física, em infração ao art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306/99.

8. Tanto as inspeções da CVM, quanto a defesa dos acusados dão conta de que a Corretora e a Gestora, à época dos fatos, funcionavam no mesmo ambiente, sem qualquer segregação física. Acredito que este seja um fato incontroverso.

9. No entanto, a defesa argumenta que ao art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306/99, estabelece uma obrigação alternativa. O intermediário poderia optar pela segregação física entre a área de administração de carteira de valores mobiliários e as áreas responsáveis pelo desenvolvimento das demais atividades, ou, alternativamente, o intermediário poderia estabelecer uma "*definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa.*"

10. Assim, para a defesa, uma leitura possível do art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306/99, é a de que a segregação física pode ser substituída por práticas claras e precisas que assegurem o bom uso das instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor do intermediário. Para que uma leitura como essa prevalecesse seria necessário ignorar dois fatos.

11. O primeiro é o de que o *caput* do art. 15, da Instrução CVM nº 306, de 1999, determina que atividade de administração de carteira seja completamente segregada das demais atividades. Nesse sentido, o que os incisos fazem é meramente indicar os procedimentos operacionais que são necessários para assegurar tal segregação, entre eles a separação física dessas atividades.

12. Um segundo fator que minimiza o valor da tese da defesa a respeito da interpretação do art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306, de 1999, é que mesmo a segunda parte do referido dispositivo supõe que há uma parcela "das instalações, equipamentos e arquivos" que não são comuns a todos os funcionários do intermediário.

13. Dessa forma, outra leitura possível é a de que o art. 15 dá ao administrado a opção de estabelecer uma segregação física total entre as atividades de administração de carteira e as demais atividades do intermediário ou uma segregação física parcial, desde que esta não ameace o comando geral de segregação do *caput*.

14. Para isso, quando o intermediário optar por não segregar fisicamente certas partes da atividade de administração de carteira, por entender que elas não implicam conflito de interesses e não colocam em risco a independência da atividade de gestão de carteira, ele deve definir, de maneira clara e precisa, as práticas necessárias a garantir o "bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa."

15. É dessa maneira que a SIN e a maior parte do mercado leem o art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306, de 1999. E eu acredito que esta seja efetivamente a melhor interpretação. E, por isso, não vejo como não condenar os acusados por falta de segregação física das atividades de gestão de carteira.

16. Mas, só para efeitos de argumentação, ainda que se adotasse a leitura proposta pela defesa, os acusados também teriam incorrido na infração que se discute. Não havia qualquer sistema de segregação ou prática que garantisse o bom uso das instalações comuns. Os acusados se limitam a dizer que, porque havia uma divisão de funções entre os funcionários da Infinity, haveria uma segregação natural de atividades, o que, sob nenhuma hipótese, a CVM poderia considerar suficiente para garantir a administração de conflito de interesses entre as atividades de uma corretora e uma administradora de carteira de valores mobiliários.

17. Por essas razões, entendo que tanto a Corretora quanto a Gestora devem ser condenadas por infração ao art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306, de 1999. No entanto, acredito que na dosimetria da pena é necessário levar em conta os esforços empreendidos pela Infinity para corrigir essa irregularidade. Os acusados juntaram aos autos fotografias das novas instalações, evidenciando que, atualmente, a Corretora e a Gestora estão segregadas fisicamente, bem como declararam a adoção de sistemas de controle de acesso e de segurança que visam a garantir a efetiva segregação das atividades de administração de carteira.

ii. Inexistência de critérios para rateio de grupamento de ordens de compra e venda de ativos.

18. A Corretora e a Gestora também são acusadas pela inexistência de critérios preestabelecidos e equitativos para rateio de ordens agrupadas, em infração ao art. 14, parágrafo único, da Instrução CVM nº 306, de 1999, e ao art. 60, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409, de 2004.

19. O art. 60 da Instrução CVM nº 409, de 2004, determina que as ordens de compra e venda de ativos expedidas pelo administrador de carteira identifique, com precisão, o fundo de investimento em nome do qual elas devem ser executadas.

20. O parágrafo único deste mesmo artigo abre uma exceção para administradores que tenham diversos fundos sob sua gestão. Tal dispositivo permite que eles agrupem as ordens emitidas em benefício desses fundos, desde que tenham implantado sistema que possibilite o rateio dos negócios feitos, por meio de critérios equitativos e preestabelecidos. Além disso, o administrador de carteira deve manter o registro do rateio realizado à disposição da CVM.

21. Dessa forma, a regra geral estabelecida pelo art.60, da Instrução CVM nº 409, de 2004, estabelece que as ordens identifiquem, desde a sua emissão, o fundo que se beneficiará com os negócios gerados.

22. Caso, todavia, o administrador, por eficiência operacional, deseje gozar da possibilidade de agrupar as ordens e identificar o beneficiário dos negócios *a posteriori*, ele deve ter "implementado um sistema" que assegure que a distribuição dos negócios seja feita por critério equitativo e preestabelecido.

23. Adicionalmente, nos termos do art. 14, parágrafo único, da Instrução CVM nº 306, de 1999, o administrador deve garantir, por meio de procedimentos e controles internos adequados, o permanente atendimento às normas e regulamentações vigentes. Ou seja, não só era necessário que houvesse sistema implementado para assegurar que o rateio de negócios ocorresse de acordo com critérios preestabelecidos e equitativos, como o administrador deveria ter criado procedimentos e controles internos capazes de garantir que tal sistema estivesse implementado.

24. De acordo com a defesa, nada no art. 60, da Instrução CVM nº 409, de 2004, requer que os procedimentos de rateio de ordem sejam escritos. Ainda de acordo com a defesa, os esclarecimentos prestados pela *Infinity*, em 5.12.2007, descrevem os critérios utilizados pela Gestora para realizar o rateio de ordens entre os diversos fundos que administrava. Tais critérios seriam suficientes para o cumprimento dos comandos do art.14, parágrafo único, da instrução CVM nº 409, de 2004.

25. Nessa correspondência, os acusados explicam que a estratégia de investimento era decidida por um comitê. Não foram identificados os membros deste comitê ou detalhes sobre o seu funcionamento. A correspondência prossegue explicando que todas as compras são usadas, primeiramente, para zerar posições. Em seguida, todos os negócios são distribuídos de acordo com um fator de participação determinado por um cálculo que leva em conta o patrimônio líquido, o percentual de derivativos permitido e o grau de alavancagem de cada fundo. Não há detalhes sobre o cálculo de tal fator de participação, ou como cada um dos itens que o compõem é balanceado. Ainda de acordo com tal correspondência, os preços praticados em relação aos fundos seriam os mesmos dos negócios realizados em mercado. Também não há explicação sobre a maneira como a Gestora distribui negócios similares feitos por preços diferentes para os diversos fundos.

26. Entendo que há duas questões controversas em relação ao sistema de rateio de ordens. A primeira é sobre a necessidade de que as regras sobre rateio de ordem sejam escritas ou não. Na opinião da acusação, a combinação dos comandos do art. 60, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409, de 2004, e o art. 14, parágrafo único, da Instrução CVM nº 306, de 1999, implica a existência de regras escritas. A defesa discorda.

27. De um lado, é verdade que nenhum desses comandos é expresso a respeito da necessidade de que o sistema implementado para garantir a utilização de critérios equitativos e preestabelecidos para o rateio de ordens seja escrito. De outro, é muito difícil imaginar como um administrador de carteiras profissional, cujas decisões de investimento são tomadas por uma pluralidade de pessoas (que, de tempos em tempos, se ausentam, ou mesmo são substituídas), pode garantir ter implementado um sistema de rateio de ordens, bem como controles internos para assegurar que a legislação sobre este rateio seja cumprida, sem que exista qualquer registro escrito ou eletrônico de como tal sistema funciona.

28. Desse modo, a existência de regras escritas ou sistemas de informática com critérios pré-determinados e equitativos são imprescindíveis para o cumprimento dos comandos ora discutidos. Acredito também que esta tem sido a interpretação da área técnica, desde a edição da norma, em 1999, e a do mercado a respeito desses comandos¹. Também não há decisões do Colegiado das quais se possa inferir qualquer outra interpretação.

29. O segundo ponto controverso a respeito do sistema de rateio de ordens é a capacidade de o sistema apresentado pela *Infinity* ser suficiente para o cumprimento dos comandos existentes no art. 14, parágrafo único, da instrução CVM nº 306, de 1999, e no art. 60, parágrafo único, da instrução CVM nº 409, de 2004. Obviamente, esse ponto somente seria relevante se admitíssemos que é possível assegurar o cumprimento de tais regras por meio de procedimentos não escritos ou não programados em um sistema tecnológico – o que, conforme discutido acima, me parece quase impossível.

30. Mas, admitamos que isto seja possível, somente para não nos furtarmos da possibilidade de enfrentar a alegada efetividade do sistema descrito pelos acusados.

31. Os esclarecimentos prestados pelos acusados dão conta de que os negócios eram rateados de acordo com um "fator de participação" determinado de acordo com "o PL versus percentual de derivativos permitido versus grau de alavancagem de cada fundo". As explicações dadas pelos acusados sobre o "fator de participação" de cada fundo são insuficientes para calcular em que percentual cada um deles participava das ordens grupadas.

32. Adicionalmente, de acordo com a defesa, os acusados verificariam se "a estratégia somada à posição de cada fundo" não geraria desenquadramento da carteira. E, em seguida, distribuiriam os negócios pelos mesmos preços que esses negócios foram realizados em

mercado. Também não havia, portanto, critério que garantisse uma maneira equitativa de distribuição de negócios similares feitos por preços diferentes para os diversos fundos.

33. Para comprovar que esses critérios eram insuficientes para assegurar um tratamento equitativo para os fundos geridos pela *Infinity*, os inspetores testaram os preços praticados para venda de um mesmo ativo, em 24.09.2007 e 26.09.2007, tanto pela *Infinity Unique FIM*, quanto pela *Infinity Eagle FIM*. Houve uma diferença de 1,75%, respectivamente, nos preços médios praticados para cada fundo.

34. Pesa a favor dos acusados, e deve ser considerado na dosimetria da pena, o fato de que os fundos se alternavam ganhando e perdendo, o que, em princípio, demonstra, ao menos em relação às datas analisadas, que não havia tentativas de privilegiar um fundo em relação aos demais. Mas, também fica demonstrado que não havia qualquer sistema equitativo de distribuição das ordens agrupadas. De acordo com os relatórios de inspeção, não havia sequer os registros com grupamentos de ordens que eram realizados conforme expressamente exige a parte final do parágrafo único do art. 60 da Instrução CVM nº 409, de 2004.

35. Por essas razões, entendo que a Corretora e a Gestora também devem ser condenadas por infração ao art. 14, parágrafo único, da Instrução CVM nº 306, de 1999, e ao art. 60, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409, de 2004.

iii. Não devolução aos fundos dos valores excedentes referentes à corretagem.

36. De acordo com a acusação, os cruzamentos entre os dados apresentados pela *Infinity* e as notas de corretagem das corretoras com as quais operava, em nome dos fundos, no segmento BM&F, demonstrariam que os valores de corretagem efetivamente pagos pela Corretora eram menores que aqueles cobrados dos fundos. Esse fato decorreria da não devolução aos fundos dos valores referentes ao rebate de corretagem, em infração ao parágrafo único do art. 65-A da Instrução CVM nº 409, de 2004.

37. Em sua defesa, a Corretora admite que se apropriava de parte da corretagem paga pelos fundos. No entanto, no entender da Corretora, a apropriação de parcela da corretagem era devida porque ela efetivamente figurava como cliente daquelas corretoras, prestando, aos fundos que administrava, um serviço de manutenção do sigilo dos negócios, bem como de semi-garantidora das operações realizadas. Assim, ela contratava, em seu nome, as corretoras e repassava a elas parte da corretagem que recebia dos fundos.

38. Primeiro, cabe esclarecer que eu não estou aqui emitindo qualquer juízo de valor sobre os serviços alegadamente prestados pela Corretora aos fundos. Embora eles pareçam, no mínimo, estranhos, não tenho elementos para determinar se eram irregulares. Nem é esse o objeto da acusação. Estou aqui presumindo a regularidade dos serviços para analisar se eles poderiam ou não ser custeados pelos fundos, ainda que indiretamente, tendo em vista que, conforme informado pela defesa, a Corretora se apropriava de parte da corretagem custeada pelos fundos relativa ao segmento BM&F, a título de remuneração pela prestação de certos serviços.

39. O art. 100 da Instrução CVM nº 409, de 2004, determina que "*quaisquer despesas não previstas como encargos do fundo(...) correm por conta do administrador, devendo ser por ele contratados.*" Os encargos do fundo estão previstos no art. 99 da mesma Instrução². Os serviços descritos pela defesa não se enquadram em nenhum deles, assim, eles não poderiam ser contratados ou custeados pelos fundos. Serviços não previstos no art. 99 da Instrução CVM nº 409, de 2004, devem ser contratados e arcados pelo administrador de carteira responsável pelo fundo.

40. Assim, entendo que a Corretora também deve ser condenada em relação à imputação de não devolução aos fundos dos valores referentes ao rebate de corretagem, em infração ao parágrafo único do art. 65-A da Instrução CVM nº 409, de 2004.

iv. Descumprimento do dever de diligência do diretor

41. O art. 7º, inciso II, da Instrução CVM nº 306, de 1999, requer que qualquer administrador de carteira organizado na forma de uma pessoa jurídica atribua a responsabilidade pelas atividades de administração de carteira a uma pessoa natural, também autorizada a exercer tais atividades pela CVM.

42. O art. 17 da mesma Instrução, por sua vez, estabelece que "*a pessoa natural ou jurídica, no exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, é diretamente responsável (...) pelos que infringirem normas legais, regulamentares ou estatutárias.*"

43. Com base nesses dispositivos, o Termo de Acusação imputa ao senhor David, por ser o diretor ao qual a Gestora atribuiu a responsabilidade prevista no art. 7º, inciso II, da Instrução CVM nº 306, de 1999, a falta de diligência na sua tarefa de assegurar que a legislação relativa à administração dos fundos fosse cumprida, conforme determina o art. 17 da mesma Instrução, acusando-o, assim, de infração aos artigos 14, parágrafo único, *caput*, e inciso I, da Instrução CVM nº 306, de 1999, e ainda aos artigos 60, parágrafo único, e 65-A, parágrafo único, da instrução CVM nº 409, de 2004.

44. De acordo com a defesa, o Termo de Acusação teria imputado responsabilidade objetiva ao Sr. David e o direito administrativo sancionador possui, como regra, responsabilização subjetiva, mesmo quando há descumprimento de norma objetiva, devendo-se analisar a culpabilidade do acusado.

45. Este é um debate recorrente no curso dos processos sancionadores da CVM. Várias instruções emitidas pela CVM criam centros de imputação de responsabilidade ao atribuir a um ou mais indivíduos a missão de assegurar a implementação de procedimentos e controles internos necessários para que certas normas sejam cumpridas pelo administrado.

46. Isso ocorre com os diretores de relações com investidores nas companhias abertas, cujas responsabilidades estão descritas na Instrução CVM nº 480, de 2009, com o diretor responsável e com o diretor de supervisão, nas instituições autorizadas a realizar operações com valores mobiliários em mercados regulamentados, nos termos do art. 4º da Instrução CVM nº 505, de 2011, entre outros.

47. Ao contrário do que argumenta a defesa, no entanto, a responsabilidade dessas pessoas não é objetiva. A regulação espera que esses indivíduos estabeleçam práticas operacionais capazes de garantir o cumprimento dos comandos normativos dentro das instituições pelas quais são responsáveis perante a CVM. Para isso, eles são responsáveis por implementar regras, procedimentos e controles internos para

assegurar o cumprimento da legislação.

48. A CVM tem, inclusive, debatido a ampliação dessas funções de forma bastante intensa com o mercado. O Edital de Audiência Pública nº 4, de 2009, discute tanto a necessidade de regras, procedimentos e controles internos, quanto o papel dos diretores responsáveis pela implementação e supervisão de tais mecanismos. O mesmo tipo de discussão é trazido pelo Edital de Audiência Pública nº 14, de 2011, que trata de administradores de carteira.

49. A construção desses núcleos de imputabilidade é uma estratégia regulatória legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas dos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, proveniente da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição.

50. Essa estratégia está longe do instituto da responsabilidade objetiva, em que a avaliação da culpa ou do dolo do indivíduo é dispensável. O diretor responsável sempre pode comprovar que implementou mecanismos adequados para assegurar o cumprimento do mandamento legal ou regulamentar, que supervisionou com diligência, enfim, que promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos foram satisfatoriamente implementados e o diretor provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade do diretor responsável.

51. O Diretor Otavio Yazbek, no PAS CVM nº RJ2010/9129, que também tratava da responsabilidade do diretor indicado pelo administrador de carteira pessoa jurídica como responsável perante a CVM, nos termos do art. 7º da instrução CVM nº 306, de 1999, enfrentou tese de defesa semelhante, a qual com serenidade respondeu:

"[a] lógica de se estabelecer focos de responsabilização – diretores responsáveis por atividades específicas – é a de criar não apenas centros de imputação de responsabilidades, de modo que estas não fiquem sempre diluídas na pessoa jurídica, mas, também a de, com isso, criar estímulos para a conduta diligente – ou protetiva – dos administradores designados para aquelas funções.

Assim, ainda que uma determinada instituição sempre tenha adotado más práticas, de maneira generalizada, cabe ao diretor responsável registrar seus esforços, tomar medidas hábeis tanto a resolver os problemas existentes, quanto a delimitar sua responsabilidade. E isso, vale dizer, é um dos elementos a diferenciar a responsabilidade de que aqui se está tratando de responsabilidade objetiva. Também não é de inversão do ônus da prova que se trata no presente caso, uma vez que a situação, de flagrante irregularidade, restou também comprovada.

Não há que se falar em injustiça, então, na atribuição de responsabilidade a uma única pessoa no caso vertente, mas, sim, no fruto de uma estratégia regulatória que sempre foi clara. E não há que se falar também, a meu ver, que, em casos como este, a responsabilidade deva caber, de forma exclusiva, à instituição administradora (...)"

52. Em linha com essa estratégia regulatória, a então Diretora Maria Helena Santana, no voto proferido no PAS CVM nº RJ2005/8510, esclarece que 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."*

53. No caso em análise, os inspetores e a área técnica não identificaram estruturas, mecanismos, controles internos ou nenhuma outra evidência de que o Sr. David tenha, de alguma maneira, tentado assegurar o cumprimento sistemático das regras legais e regulamentares a que a Gestora estava sujeita e as quais incumbia a ele implementar e supervisionar. A defesa do Sr. David também nada fez neste sentido.

54. Por esses motivos, entendo que o Sr. David deve ser condenado por infração aos artigos 14, parágrafo único, e 15, caput e inciso I, da Instrução CVM nº 306, de 1999. E ainda aos artigos 60, parágrafo único, e 65-A, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409, de 2004.

v. Conclusões

55. Por todo o exposto, considerando a gravidade das infrações, bem como os aspectos relevantes para a dosimetria da pena que procurei destacar no decorrer do voto, e com fundamento no art. 11, da Lei nº 6.385, de 1976, e no art. 18, da Instrução CVM nº 306, de 1999, voto:

- i. pela condenação da Infinity CCTVM S.A. e da Infinity Asset Management Administração de Recursos Ltda. à pena de multa no valor de R\$ 100.000,00, cada uma, por infração ao art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306, de 1999;
- ii. pela condenação da *Infinity CCTVM S.A. e da Infinity Asset Management* Administração de Recursos Ltda. à pena de multa no valor de R\$100.000,00, cada uma, por infração ao art. 14, parágrafo único, da instrução CVM nº 306, de 1999, e ao art. 60, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409, de 2004;
- iii. pela condenação da *infinity CCTVM S.A.* à pena de multa no valor de R\$500.000,00, por infração ao art. 65-A, parágrafo único, da instrução CVM nº 409, de 2004; e
- iv. pela condenação de David Jesus Gil Fernandez, na qualidade de diretor responsável pela Infinity Asset Management Administração de Recursos Ltda., à pena de multa no valor de R\$200.000,00, por infração aos artigos 14, parágrafo único, e 15, *caput* e inciso I, da Instrução CVM nº 306/99, e ainda aos artigos 60, parágrafo único, e 65-A, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409/04.

Rio de Janeiro, 23 de outubro de 2012.

Luciana Dias
Diretora

1 As boas práticas do mercado parecem ir além desses comandos. O Código de Regulação e Melhores Práticas – Fundos de Investimento, emitido pela ANBIMA e disponível em [HTTP://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Documentos/Codigo%20de%20Fundos%20de%20Investimento.pdf](http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Documentos/Codigo%20de%20Fundos%20de%20Investimento.pdf) exige que as instituições participantes da ANBIMA arquivem na associação, entre outras regras, uma política formal de decisão de investimento e de seleção e alocação de ativos. Tais políticas parecem ser ainda mais abrangentes que as normas legais.

2 Art.99. Constituem encargos do fundo as seguintes despesas, que lhe podem ser debitadas diretamente:

I – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a re cair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo;

II – despesas com o registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas previstas nesta Instrução;

III – despesas com correspondência de interesse do fundo, inclusive comunicações aos cotistas;

IV – honorários e despesas do auditor independente;

V – emolumentos e comissões pagas por operações do fundo;

VI – honorários de advogado, custas e despesas processuais correlatas, incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação imputada ao fundo, se for o caso;

VII – parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro e não decorrente diretamente de culpa ou dolo dos prestadores dos serviços de administração no exercício de suas respectivas funções;

VIII – despesas relacionadas, direta, ou indiretamente, ao exercício de direito de voto do fundo pelo administrador ou por seus representantes legalmente constituídos, em assembleias gerais das companhias nas quais o fundo detenha participação;

IX – despesa com custódia e liquidação de operações com títulos e valores mobiliários, ativos financeiros e modalidades operacionais;

X – despesas com fechamento de câmbio, vinculadas às suas operações ou com certificados ou recibos de depósito de valores mobiliários;

XI – no caso de fundo fechado, a contribuição anual devida às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão organizado em que o fundo tenha suas cotas admitidas à negociação. E

XII – as taxas de administração e de performance, conforme previsto no art. 61;"

Declaração de voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/13301 realizada no dia 23 de outubro de 2012.

Senhor Presidente, eu acompanho o voto da Relatora.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
DIRETOR

Declaração de voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/13301 realizada no dia 23 de outubro de 2012.

Senhor Presidente, eu acompanho o voto da Relatora.

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes
DIRETORA

Declaração de voto do Presidente interino da CVM, Otavio Yazbek, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/13301 realizada no dia 23 de outubro de 2012.

Eu também acompanho o voto da Relatora e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu aplicar aos acusados as penalidades de multas pecuniárias individuais nos termos do voto da Diretora-Relatora e encerro a Sessão, informando que os acusados punidos poderão interpor recurso voluntário, no prazo legal, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Otavio Yazbek
PRESIDENTE interino