

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO
SANCIONADOR CVM nº RJ2014/3624

- Acusados: *GWI Asset Management S.A.*
Mu Hak You
- Ementa: Operações irregulares no mercado de valores mobiliários – Descumprimento do dever de diligência. *Multa e suspensão temporária.*
- Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu:
1. APLICAR à ***GWI Asset Management S.A.*** a **penalidade de multa pecuniária no valor de R\$7.575.576,71** (sete milhões, quinhentos e setenta e cinco mil, quinhentos e setenta e seis reais e setenta e um centavos), equivalente a 30% do valor das operações irregulares efetuadas, pelo descumprimento do dever de diligência, em infração ao disposto nos artigos 65, inciso XIII, combinado com o art. 88, *caput*, e 65-A, inciso I, todos da Instrução CVM nº 409/2004; e
 2. APLICAR ao acusado **Mu Hak You** a **penalidade de suspensão temporária, pelo prazo de cinco anos, da autorização para administração profissional de carteira de valores mobiliários**, pelo descumprimento do dever de diligência, em infração ao disposto nos artigos 65, inciso XIII, combinado com o art. 88, *caput*, e 65-A, inciso I, todos da Instrução CVM nº 409/2004;

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de 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, de 05 de março de 2008, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

Ausentes os acusados e os seus representantes constituídos.

Presente a Procuradora-federal Luciana Gabriel Dayer, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Henrique Balduino Machado Moreira, Relator, Gustavo Borba, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 09 de maio de 2017.

Henrique Balduino Machado Moreira
Diretor-Relator

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/3624

Acusados: GWI Asset Management
Mu Hak You

Assunto: Apurar a eventual responsabilidade da GWI Asset Management e de Mu Hak You por infração ao art. 65, inciso XIII, c/c com o art. 88, *caput*, e art. 65-A, inciso I, todos da Instrução CVM nº 409/04.

Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira

RELATÓRIO

I. Do OBJETO.

1. Trata-se de Termo de Acusação elaborado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN" ou "Acusação"), datado de 02.04.2014, em face de GWI Asset Management S.A. ("GWI Asset") e Mu Hak You, na qualidade de diretor responsável pela administração de carteira de valores mobiliários da GWI Asset ("Mu Hak" que, em conjunto com a GWI Asset, são aqui denominados "Acusados").

2. Diante do que foi apurado, a Acusação propôs a responsabilização dos Acusados pelo descumprimento do dever de diligência, ao extrapolar o limite de concentração por emissor previsto no regulamento e no prospecto do GWI Leverage Fundo de Investimento em Ações¹ ("GWI Leverage FIA" ou "Fundo"), em infração ao disposto no art. 65, inciso XIII², c/c com o art. 88, *caput*³, e art. 65-A⁴, inciso I, todos da Instrução CVM nº 409/04 (fls. 01-16).

II. DA ORIGEM.

3. Em 26.04.2011, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo - BM&FBovespa ("BM&FBovespa") encaminhou correspondência à SOCOPA - Sociedade Corretora Paulista S.A. ("Socopa"), informando, inicialmente, que, para fins de apuração dos limites de concentração nos mercados derivativos do segmento BOVESPA, deveriam ser consideradas todas as posições detidas pelo Gestor GWI e por Mu Hak dentro do intitulado "Grupo de Investidores Gestor GWI"⁵ (fls. 17).

4. Nesse sentido, ressaltou a bolsa que o referido grupo encontrava-se desenquadrado na quantidade máxima permitida⁶ de contratos a termo relacionados às ações de emissão da Marfrig Global Foods S.A. ("Marfrig" ou "Companhia")⁷, pelo que solicitou à Socopa que comunicasse o investidor acerca da situação para que procedesse, de forma ordenada, o reenquadramento até o dia 26.05.2011.

5. Não obstante, o Grupo de Investidores Gestor GWI manteve-se desenquadrado, conforme se verifica na tabela abaixo, que sumariza os dados contidos em CD enviado pela Bolsa à CVM em 19.03.2013 (fls. 18-19):

Grupo de Investidores GWI	
Fechamento	Total de contratos em aberto
30/12/2010	9.211.600
31/01/2011	11.740.420
28/02/2011	11.841.300
31/03/2011	17.782.700
29/04/2011	15.661.400
31/05/2011	12.379.110
30/06/2011	8.790.700
29/07/2011	8.724.200
31/08/2011	2.382.700
30/09/2011	3.267.600

6. Tais desenquadramentos motivaram, no âmbito do Processo CVM nº RJ2011/12138, a análise de informações de um dos fundos de investimento que compõe o Grupo de Investidores Gestor GWI, o GWI Leverage FIA, para verificar possível descumprimento ao seu regulamento e também ao dever de diligência do seu gestor, que deu origem ao presente processo sancionador.

III. Dos FATOS.

7. O GWI Leverage FIA é um fundo de investimento constituído em 13.01.2004, classificado como "Fundo de Ações", tendo como público alvo pessoas físicas e jurídicas em geral. O Fundo era administrado, à época dos fatos, pela BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.⁸. ("BNY Mellon" ou "Administradora"), e a gestão da carteira competia à GWI Asset, conforme consta no regulamento do Fundo em vigor a partir de 14.07.2010 (fls. 20-35)⁹. Ainda, conforme informe diário enviado pela BNY Mellon, em 29.07.2011 o GWI Leverage FIA possuía 498 cotistas e patrimônio líquido de R\$90.592.071,28 (fls. 36).

8. No período compreendido entre 07.07.2011 e 21.09.2011, a BNY Mellon comunicou à CVM sete desenquadramentos em relação ao GWI Leverage FIA (fls. 20-35), cabendo especial atenção para o Comunicado de Desenquadramento nº 1.425/2011 (fls. 44), em que foi informado desenquadramento a partir de 29.07.2011 com relação ao disposto no art. 9, §2º, do regulamento vigente à época¹⁰, c/c o art. 88, *caput*, e §2º e art. 95-B, §2º, da Instrução CVM nº 409/08, uma vez que o Fundo manteve posição em ações de um mesmo emissor acima do limite de 70% (91,74% do patrimônio líquido do Fundo estava investido em ações MRFG3).

9. A Acusação mencionou, ainda, que, desde março de 2011, os investidores do mercado já acompanhavam oscilações das ações de emissão da Marfrig, conforme notícia veiculada no jornal Valor Econômico em 03.05.2011¹¹ (fls. 46):

"As ações da Marfrig tiveram a maior queda de ontem do Ibovespa, de 7,40%, e devolveram grande parte da alta de 11% acumulada em abril. Desde março, os investidores acompanham as oscilações do papel, uma vez que a GWI Investimentos, do

gestor coreano Mu Hak You, está alavancada em operações no mercado a termo com as ações (...). O que preocupa o mercado é o fato de Mu e a GWI terem 5,22% em ações da Marfrig, que equivalem a R\$297,3 milhões e representam cerca de 58% dos R\$510,8 milhões de patrimônio sob gestão da GWI."

10. A Acusação destacou que tal informação se manteve na versão 1.0 do Formulário de Referência de 2011 da Marfrig, enviada à CVM em 31.05.2011, por meio do Sistema Empresas.net, na Seção 8.1 do Grupo 8 - Grupo Econômico, no qual constava a participação da GWI Asset como detentora de 18.128.300 ações ordinárias de emissão da Marfrig, o que representava 5,22% do capital social da Companhia (fls. 47-48).

11. Diante desses fatos, em 04.09.2013¹² a Acusação solicitou manifestação da GWI Asset e de Mu Hak acerca do desenquadramento acima mencionado, especialmente quanto ao patamar de 91,74% atingido pelas ações da Marfrig em relação ao patrimônio líquido do Fundo, bem como a estratégia utilizada no período entre dezembro de 2010 e setembro de 2011 pelo Grupo de Investidores Gestor GWI, que resultou na excessiva concentração em ativos da Marfrig.

12. Em resposta conjunta protocolada em 24.09.2013 (fls. 57-61), a GWI Asset e Mu Hak prestaram os seguintes esclarecimentos:

- a) O regulamento¹³ e o prospecto do Fundo alertavam claramente aos investidores acerca do risco de exposição à concentração em ativos de poucos emissores e, portanto, nos termos previstos no art. 95-B, §2º, da Instrução CVM nº 409/04¹⁴, que trata de fundos de ações, o Fundo não estaria sujeito a limites de concentração por emissor, uma vez que foram estabelecidos os riscos nos documentos pertinentes.
- b) Sobre os motivos que levaram o Fundo a investir na Marfrig, os Acusados afirmam que a Companhia possui presença relevante no mercado internacional e detém toda a cadeia do negócio, desde a matéria prima até a distribuição. Para os Acusados, a demanda crescente de seus produtos em novos mercados também indicava "*forte crescimento da companhia a médio e longo prazo*", compatível com a política de investimento do Fundo de proporcionar retorno e liquidez no médio e longo prazo.
- c) Com relação ao desenquadramento, afirmaram os Acusados:

"(...) ocorreu, pela primeira vez, em 29 de julho de 2011, estendendo-se até 11 de agosto de 2011, período no qual presenciamos uma forte crise que afetou, por todo o mundo, empresas de todos os seguimentos de mercado (...). Com efeito, no final de julho e início de agosto de 2011, os mercados globais de risco viviam um momento de grande instabilidade, diante do impasse político na aprovação da elevação do limite de endividamento do governo americano (...). Todos os mercados acionários foram pressionados, neste ambiente - global e nacional - estressado, a empresa Marfrig enfrentou queda vertiginosa no preço de suas ações. O preço de fechamento da ação, que tinha sido de R\$ 15,17 em 1º de agosto de 2011, caiu para R\$ 8,45 em 10 de agosto de 2011, ou seja, uma queda de 44% em 10 dias."

- d) Assim, o Fundo teria se reenquadrado em 12.08.2011, 14 dias após o início do desenquadramento em relação ao art. 9, §2º, do seu regulamento, em linha com previsão do artigo 89 da Instrução CVM nº 409/04¹⁵, que determina que

desenquadramentos passivos não estão sujeitos às penalidades aplicáveis se revertidos em prazo de até quinze dias. Nesse sentido, afirmaram que o desenquadramento (i) foi fruto de uma crise de âmbito nacional e internacional, (ii) não ultrapassou 15 dias consecutivos e (iii) não implicou em mudança de tratamento tributário.

- e) Finalmente, quanto ao desenquadramento em relação ao limite de concentração no mercado de derivativos da BM&FBovespa, os Acusados relatam que a gestora conseguiu enquadrar as posições apenas de forma parcial, tendo em vista que a queda do preço das ações da Marfrig, que teria caído 13,33% em maio de 2011, inviabilizou tentativas de vendas.

IV. DA ACUSAÇÃO.

13. Diante destes fatos, a Acusação entendeu estar de posse de elementos suficientes de autoria e de materialidade, e apresentou Termo de Acusação em face do gestor do Fundo, GWI Asset, e seu diretor responsável pela administração de carteira de valores mobiliários, Mu Hak (fls. 01-16).

14. Quanto à alegação dos Acusados de que o prospecto e o regulamento alertavam para o risco de concentração em um único emissor, a Acusação ressaltou que, apesar de tais previsões, o art. 9º, §2º, do regulamento, fixou um limite máximo de 70% do patrimônio líquido para aplicação em ações de um único emissor, assim como o prospecto do GWI Leverage FIA também foi claro ao informar que o limite de concentração em um único emissor é de 70% (fls. 62-74)¹⁶. Portanto, não deveria prosperar a alegação apresentada pelos Acusados.

15. A Acusação destacou, ainda, que a previsão do art. 8º, §3º, do regulamento do Fundo, é mera transcrição da parte final do art. 95-B, §2º, da Instrução CVM nº 409/04 e não tem o condão de afastar a restrição contida no art. 9º, §2º, do mesmo regulamento. Além disso, o referido §2º do art. 95-B é uma exceção aos limites de concentração por emissor, por isso deve ser interpretado restritivamente, motivo pelo qual não deveriam prosperar os argumentos apresentados nesse sentido. Assim, o Fundo pode estar exposto à significativa concentração em ativos de poucos emissores, desde que observe o limite de concentração de 70% em um único emissor, o que não foi respeitado, uma vez que o GWI Leverage FIA ficou desenquadrado em relação ao tal limite no período entre 29.07.2011 a 11.08.2011.

16. No tocante ao desenquadramento iniciado em 29.07.2011 e informado por meio do Comunicado de Desenquadramento nº 1425/2011 (fls. 44), referente à manutenção da posição do Fundo acima do limite permitido (70% em ações de um mesmo emissor), a Acusação destacou que o demonstrativo de composição e diversificação de ativos ("CDA") do GWI Leverage FIA referente a 30.06.2011¹⁷ mostra que 64,99% do patrimônio líquido do Fundo estava aplicado em ações da Marfrig. Por sua vez, o CDA do Fundo referente a 31.07.2011 demonstra que 90,18% do patrimônio líquido do Fundo estava aplicado em ações da Marfrig¹⁸.

17. Com relação à alegação dos Acusados de que o desenquadramento foi passivo por ter sido causado pela queda do preço da ação da Marfrig, a Acusação ponderou que mesmo que não tivesse havido a desvalorização da cota do Fundo e das ações da Marfrig,

a concentração no respectivo ativo ainda seria de 75,25% do patrimônio líquido, o que, por si só, já estaria acima do percentual admitido pelo regulamento. Segundo a SIN:

"23. Em que pese o argumento dos acusados de que tal desenquadramento teria sido passivo (fls. 57-61), causado pela queda do preço da ação da Marfrig, é importante notar que apesar da queda de 17,87% no valor da cota do GWI LEVERAGE FIA, entre 1.07.2011 e 29.07.2011 (fl. 36), o que resultou, em última instância, na redução do patrimônio líquido do Fundo, de R\$110.775.457,42 para R\$90.592.071,28, sem contar resgates ocorridos no valor de R\$399.494,18, ao comparar a posição detida no fim de julho de 5.375.000 ações ON da Marfrig, com valor de mercado de R\$81,7 milhões, vis-à-vis o valor do patrimônio líquido do Fundo no último dia de junho (R\$108.568.253,22), pode-se constatar que mesmo que não houvesse ocorrido desvalorização da cota do Fundo e das ações da Marfrig, a concentração no respectivo ativo teria sido de 75,25% do patrimônio líquido, ou seja, acima do percentual admitido pelo Regulamento, demonstrando claramente que ocorreu um desenquadramento ativo. Chamamos a atenção ainda para o Comunicado de Desenquadramento nº 1.425/2011 (fl. 44), no qual a BNY MELLON justifica o desenquadramento observado como 'Erro na alocação de recursos'.

24. Como se verifica no CDA de julho de 2011 (fls. 159/237), o GWI LEVERAGE FIA adquiriu 2.432.700 e vendeu 1.664.400 ações ordinárias da Marfrig ao longo do mês de julho, resultando em compras líquidas de 768.300 ações. Vale dizer que no final de junho, com 64,99%, o fundo já estava próximo ao limite máximo disposto em seu regulamento para aplicação em ações do mesmo emissor". (fls.159-237)

25. A aquisição líquida de 768.300 ações em julho de 2011 representou um acréscimo de 17,31% sobre o total de ações da Marfrig detidas pelo GWI LEVERAGE FIA em junho de 2011. Vale dizer que apenas 21.500 contratos a termo venceram no referido mês (...). Certamente não foi a obrigação da aquisição das ações relativas aos 21.500 contratos a termo que provocaram o desenquadramento da carteira do Fundo em relação ao disposto em seu regulamento. Nesse sentido, resta claro que o desenquadramento do Fundo em relação à restrição estabelecida no art. 9º, Parágrafo 2º, do seu regulamento, não se deu de forma passiva, restando, portanto, configurado o descumprimento ativo, provocado pela gestão do Fundo."

18. Ainda, a SIN destacou que a redução de 81,79%, observada em agosto de 2011, da cota do GWI Leverage FIA evidenciou a opção de risco do gestor ao alocar a maior parte de seus recursos em um único ativo, colocando o Fundo em situação de "corner". Destacou que a crise americana apenas acentuou o desenquadramento do Fundo em relação à concentração em ações da Marfrig em percentual superior ao estabelecido em seu regulamento, tendo ressaltado que o desenquadramento do Grupo de Investidores Gestor GWI com relação ao limite máximo de exposição em operações a termo das Marfrig também contribuiu para que o desenquadramento da carteira do Fundo em relação ao limite previsto no regulamento.

19. A Acusação observou, ainda, que a posição individual de Mu Hak em ações da Marfrig entre abril de 2011 e julho de 2011 também era expressiva, tendo sido "zerada" em agosto de 2011, sendo que a quantidade de ações Marfrig alienada pelo referido diretor corresponde praticamente à quantidade adquirida pelo GWI Leverage FIA no mês de agosto. Assim, além de o Fundo ter alienado 8.257.300 ações MRFG3 no mercado à vista em agosto, Mu Hak alienou 2.797.900 que estavam em sua carteira particular, fatos que foram objeto de divulgação por meio de Comunicado ao Mercado pela Marfrig publicado em 16.08.2011, para informar sobre a "Redução de Participação Acionária Relevante" dos fundos geridos pela GWI Asset¹⁹.

20. Isto posto, constatou-se que a carteira do GWI Leverage FIA estava concentrada majoritariamente no ativo Marfrig, tanto em mercado à vista como em mercado a termo. A esse respeito, observou-se que após o rebaixamento do *rating* dos Estados Unidos, em 05.08.2011, no dia 08.08.2011 o IBOVESPA apresentou queda de 6,57%, enquanto as ações da Marfrig (MRFG3) tiveram um recuo de 24,83%, oscilação expressiva se comparada à de seus concorrentes diretos (a JBS e a Minerva caíram 7,95% e 10,08%, respectivamente), tendo, ainda, havido uma clara elevação atípica do volume negociado com as ações MRFG3 na semana de 12.08.2011²⁰.

21. Inclusive, nesse mesmo sentido, foi publicada matéria, em 19.12.2011, na seção ValorInveste do jornal Valor Econômico²¹, sob o título "*O que é mercado a termo? O caso Marfrig*", na qual se mostrou que os fundos de investimento da GWI Asset, por não conseguirem honrar com as chamadas de margem relativas aos contratos a termo da Marfrig, tiveram que encerrar suas posições, aumentando o número de contratos a termo negociados, como segue trecho da notícia (fls. 241-242):

"Com a queda abrupta da MRFG3, os fundos da gestora GWI, que eram grandes "tomadores a termo" das ações de Marfrig, foram chamados a entregar mais garantias, mas não conseguiram. A fim de evitar mais perdas, os contratos a termo foram finalizados.

(...)

O encerramento das posições a termo produziu três efeitos: aumentou o número de contratos a termo negociado, a liquidez das ações no mercado à vista e contribuiu pra depreciar ainda mais a cotação de MRFG3 (que já havia caído de R\$ 15 para R\$ 9,02 entre 03 e 08 de agosto)".

22. A esse respeito, e comparando a posição em aberto do Grupo de Investidores Gestor GWI em operações no mercado a termo com ações da Marfrig em 29.07.2011 (8.724.200 contratos) e em 31.08.2011 (2.382.700 contratos), percebe-se que foram encerrados 6.341.500 contratos no período.

23. Nesse contexto, a SIN chamou a atenção também para o conteúdo do Relatório de Análise GMA-1/Nº 24/2012²², de 07.12.2012 (fls. 247-263), elaborado pela GMA-1/SMI, que concluiu que "*a alavancagem e a forte concentração do fundo em papeis da Marfrig, juntamente com o cenário econômico externo criaram um ciclo vicioso que colocou o fundo GWI em situação de corner*".

24. Segundo a Acusação, a SMI segue a mesma linha de análise do Termo de Acusação no sentido de que as posições detidas em contratos a termo contribuíram para a queda dos papeis MFRG3 no mercado à vista e ainda no valor da cota do Fundo, tendo destacado os seguintes trechos do documento:

"1. Em 10.08.2011, uma reclamação encaminhada (...) deu origem, na GOI-1, ao Processo RJ2011/9577. A reclamante citava a elevada volatilidade e "estranhas transações" apresentadas nas negociações com ações de emissão da Marfrig (MRFG3), sobretudo as que envolveram as vendas realizadas pela GWI Asset e as corretoras Credit Suisse e Socopa, com "alto volume a preços definidos". Tais operações não teriam sido submetidas a leilão como esperado. (...) [reclamante] sugere que tal prática seria indício de manipulação de mercado.

*2. De fato, **entre o fechamento de 03.08.11 e o de 10.08.11 (cinco pregões), o papel sofreu uma queda acumulada de 43,67%** (de R\$15,00 para R\$8,45), tendo ocorrido recordes históricos de volume negociado nos pregões de 09 e 10/08. Nos últimos*

três meses [setembro-dezembro/2012], a ação oscilava pouco, sempre na faixa entre R\$14 e R\$16. **Embora nesses cinco pregões o Ibovespa também tenha sofrido queda acentuada (-8,25%), afetado pela crise fiscal na Europa e, sobretudo, pelo rebaixamento do rating soberano dos EUA pela Standard & Poor's em 05/08, o índice já mostrara recuperação nos dois últimos pregões (entre 08 e 10/08, a alta foi de 5,60%), ao passo que a MRFG3 seguiu em queda.**

3. **Em 08/08, durante o pregão, a Agência Estado publicou uma matéria** ("Marfrig recua mais de 20%; mercado diz que GWI está na ponta de venda") **citando que participantes do mercado apontavam para o fato de que "o fundo GWI" estaria se desfazendo de posições em Marfrig, devido a chamadas de margem provocadas pela queda na cotação. O fundo estaria alavancado, tendo sido obrigado a vender grandes quantidades do papel.**

(...)

30. (...) a argumentação [de cotistas do fundo GWI Private contra a Socopa] é de que a ausência de zelo na atuação da Socopa causou prejuízo à GWI, o que estaria contra as normas impostas à sua atividade. A "atuação lesiva" caracterizou-se, por um lado, pela liquidação dos "boxes de opções" sem o "necessário e usual" procedimento de leilão, e por outro, pela "provocação de deliberada queda nos preços das ações, em virtude da magnitude dos valores negociados".

(...)

35. Foi atribuída [à Socopa] a responsabilidade dos resultados negativos do fundo à gestora GWI, tendo sido citada matéria do Valor Econômico de 17.08.11, na qual especialistas apontavam dois fatores para a inversão do patrimônio líquido do fundo: forte concentração em ações de uma companhia com prejuízos (Marfrig) e alavancagem das operações no mercado a termo. Nessa situação, vários gestores começaram a alugar e vender o papel, o que forçou a queda nas cotações e as consequentes chamadas de margem sobre as posições do GWI Private e outros fundos GWI. **Segundo um especialista, "a gestora [GWI] foi no mínimo imprudente", por ter concentrado uma posição alavancada em um papel "pouco líquido e de uma empresa com prejuízo". (grifo)**

(...)

37. Com relação às operações realizadas, os **advogados da Socopa** juntaram à argumentação o fato relevante de 11.08.11 do fundo GWI Private (assinado pelo administrador BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM), informando o fechamento do fundo para aplicações e resgates, ressaltando que as perdas que resultaram na inversão do patrimônio líquido se deveram à recente volatilidade dos mercados globais, exposição no mercado de derivativos e concentração significativa em ativos de poucos emissores. **Anexaram também um comunicado confidencial da GWI Asset Management a investidores dos fundos GWI, afirmando que os fundos tinham mais de 37,8% das carteiras concentrados em Marfrig, e que, com o stress ocorrido nos mercados de ações do mundo entre 02 e 08/08, as ações da Marfrig sofreram forte desvalorização, causando grandes perdas para os fundos. (grifo)**

(...)

59. Em 08/08, por intermédio da Socopa, foram vendidas 2.185.629 MRFG3 de titularidade do FIA GWI Private Investimento no Exterior (...). Além dessas, vendeu mais 458.000 MRFG3 do GWI Leverage FIA. Durante o pregão foram negociadas 7,303 milhões de ações, de forma que, realmente, as vendas de ações dos fundos GWI realizadas por intermédio da Socopa corresponderam a 36,2% do giro do mercado.

(...)

61. *[Em 09/08] (...) Observando-se os negócios um a um, nota-se que, às 12h50, o preço do papel já caíra a R\$7,88 (de R\$9,02 no fechamento anterior, R\$9,35 na abertura e R\$10,00 na máxima do dia), sem influência significativa da Socopa. A partir daí, uma série de vendas de pequenas quantidades de ações de Mu Hak You levou o preço, em menos de um minuto, à mínima de R\$7,70. Depois (...), o papel imediatamente voltou a ser negociado a R\$7,88, chegando a atingir R\$9,12 e fechando a R\$8,99.*

(...)

80. (...) **é possível supor que a venda de grandes lotes por parte da Socopa tenha contribuído para criar uma pressão vendedora que contribuiu para reforçar o movimento de queda na cotação da ação MRFG3.**

81. *Entretanto, entende-se que a corretora agiu de acordo com o previsto no contrato de prestação de serviços firmado com seus clientes. A inversão do patrimônio líquido do GWI Private, sem que tenha havido o aporte de recursos por parte de seus cotistas para a cobertura das contas, autorizava, e até exigia, a liquidação imediata dos ativos, a preços de mercado.*

82. *Seria inconsequente afirmar que as vendas realizadas pela Socopa foram o fator preponderante para a queda vertiginosa do papel. **A alavancagem e a forte concentração do fundo em papéis da Marfrig, juntamente com o cenário econômico externo, criaram um ciclo vicioso que colocou o fundo GWI em situação de corner.***

83. *A situação foi reconhecida, inclusive, pelo administrador do fundo, BNY Mellon, e pela gestora, GWI, conforme documentos fornecidos pelos advogados da Socopa.” (partes em negrito destacados pela Acusação)*

25. No entendimento da Acusação, restou, portanto, caracterizada, não só a infração ao art. 9º, parágrafo segundo, do regulamento do GWI Leverage FIA, ao manter percentual superior a 70% do patrimônio líquido investido em ações de um único emissor, a Marfrig; mas, também, o descumprimento do dever de diligência para com os cotistas do Fundo, ao adotar tal estratégia irregular de excessiva exposição em Marfrig, o que contribuiu para uma pressão de baixa ainda maior nas ações da emissora e, por conseguinte, queda acentuada no patrimônio líquido do Fundo, de R\$90.592.071,28, em 31.07.2011, para R\$16.096.619,51, em 31.08.2011, causando prejuízos evidentes aos seus cotistas.

26. Tais condutas teriam caracterizado descumprimento, pela GWI Asset, do disposto no art. 65, inciso XIII, c/c o art. 88, *caput*, e no art. 65-A, inciso I, todos da Instrução CVM nº 409/04, sendo considerada infração grave a não observância, pelo gestor de fundo de investimento, às disposições do regulamento do fundo e dos deveres de conduta de que trata o art. 65-A, nos termos dos incisos IX e XIII do art. 117 da Instrução CVM nº 409/04²³.

27. Adicionalmente, a Acusação concluiu que, considerando que as infrações cometidas são decorrentes de atos de natureza institucional do gestor dos fundos de investimento, o diretor responsável, por dever de ofício e por suas inerentes atribuições na gestão do fundo, participou e tinha conhecimento das mesmas e que, portanto, restou caracterizada a responsabilidade de Mu Hak, que, sendo o diretor responsável pela

administração de carteiras de valores mobiliários da GWI Asset, também responde pelas infrações supracitadas²⁴.

V. DAS RESPONSABILIDADES.

28. Tendo em vista julgar presentes suficientes elementos de autoria e de materialidade, e após ter sido garantida aos Acusados a possibilidade de prestar os devidos esclarecimentos acerca dos atos que lhe foram imputados, propôs a SIN, na forma do art. 11, II, da Deliberação CVM nº 538/05, a responsabilização das seguintes pessoas:

- a) GWI Asset Management S.A., por infração aos art. 65, inciso XIII, combinado com os artigos 88, *caput*, e 65-A, inciso I, todos da Instrução CVM nº 409/04.
- b) Mu Hak You, na qualidade de diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários, por infração aos art. 65, inciso XIII, combinado com os artigos 88, *caput*, e 65-A, inciso I, todos da Instrução CVM nº 409/04.

VI. DA MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA.

29. Examinada a peça acusatória, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (PFE-CVM) entendeu estarem preenchidos os requisitos constantes dos artigos 6º e 11²⁵ da Deliberação CVM nº 538/08²⁶ (fls. 266-267).

VII. DA DEFESA

30. Devidamente intimados, os Acusados protocolaram tempestivamente, em 03.07.2014, sua defesa conjunta, acostada às fls. 318-326.

31. Preliminarmente, os Acusados destacaram a possibilidade de concentração de ativos de um único emissor, que teria previsão tanto no regulamento do *GWI Leverage FIA*, quanto na Instrução CVM nº 409/04.

32. Afirmaram que adotam uma estratégia fundamentalista, com a finalidade de investir em companhias subavaliadas que, no longo prazo, possam ter seu real valor reconhecido e, portanto, não analisam somente os balanços e informações públicas, mas, todos os aspectos das empresas investidas, a fim de antecipar o reconhecimento que o mercado trará posteriormente.

33. Para que essa estratégia tenha sucesso, seria, segundo os Acusados, "*imperioso que os investimentos sejam concentrados em ativos de poucos emissores, de modo que quando as companhias investidas tiverem seu real reconhecido pelo mercado, os fundos investidores sejam devidamente compensados*", o que teria sido informado aos cotistas, com total transparência, no regulamento do Fundo, art. 8º, parágrafo terceiro.

34. No ensejo, a defesa alegou que a solução dada ao suposto conflito entre o art. 8º, parágrafo terceiro, que menciona a exposição do Fundo ao risco de concentração em um só emissor, e art. 9º, parágrafo segundo, que estabeleceu o limite de 70%, não teria sido a melhor. No entendimento dos Acusados, não haveria supremacia entre os dispositivos referidos, e, inclusive, a própria Presidente da CVM à época teria declarado, em entrevista, que a alavancagem do Fundo estaria prevista em seu regulamento.

35. Alegam que o §2º do art. 95-B da Instrução CVM nº 409/04 prevê a ausência de limite de concentração, desde que haja alertas de risco no regulamento, o que teria ocorrido no caso concreto, uma vez que o regulamento teria exposto claramente todos os riscos a seus investidores.

36. Ressaltaram que as informações sobre a carteira do Fundo estão disponíveis no site da CVM, de modo que todos os investidores saberiam exatamente onde estão alocados os ativos do Fundo. Caso tal argumento não fosse acolhido, a eventual existência de dois artigos conflitantes no regulamento teria sido aceita pelos acionistas, de modo que caso haja, no mínimo, dúvida razoável quanto à interpretação correta, deveria a matéria ter sido objeto de consulta aos investidores por meio de assembleia. Sendo a assembleia soberana, não caberia à CVM determinar a interpretação correta no caso em apreço.

37. Destacaram que, apesar da crise econômica enfrentada pelos Estados Unidos no final do primeiro semestre de 2011, a qual gerou desconfiças no mercado, a Marfrig, até o início de 2011, vinha registrando recordes de crescimento e lucratividade, o que teria trazido um ótimo retorno aos investidores. Entretanto, um grande volume de ações da Marfrig foi vendido, em especial no dia 29.07.2011, sendo que tal operação teria causado uma drástica queda no preço da ação. A defesa atribuiu tal fato à venda feita pelas corretoras *Capital Market*, *JP Morgan* e Itaú, que teriam alienado no fim do referido dia 1.291.000 ações da Marfrig.

38. Diante dos fatos que se postavam perante o *GWI Leverage FIA*, os Acusados alegaram que *"alternativa não restou à GWI senão a compra dessas ações, na tentativa de evitar a queda vertiginosa e abrupta do preço, o que prejudicaria não só os acionistas do Leverage, mas também o mercado como um todo"* (fl. 322). Entretanto, tal ação não teria sido suficiente para impedir que o preço da ação fosse reduzido à metade, tendo o patrimônio líquido do Fundo sofrido forte queda.

39. Destacaram, ainda, que a corretora Socopa, que negociava a maior parte dos ativos da Marfrig para a GWI Asset, *"passou a vender a seu bel prazer os papeis (a termo e à vista), não tendo tido a GWI nenhuma ingerência sobre essas vendas"*.

40. Assim, a defesa concluiu que o referido desenquadramento foi passivo, considerando que teria sido causado por fatores externos, alheios à vontade dos Acusados. Além disso, acrescentou que o desenquadramento teria se dado por menos de 15 dias e tanto a GWI Asset quanto seu gestor não teriam medido esforços para manter o patrimônio do GWI Leverage FIA inalterado.

41. Por fim, quanto às posições a termo em papeis Marfrig detidas pelo GWI Leverage FIA, ponderaram que estas não estariam acima do limite no período em questão, afastando por completo a alegação da Acusação. No que se refere às posições à vista, sustentaram que estas não teriam influenciado o preço das posições a termo, não tendo tal acusação fundamento, tendo sido baseada em reportagens jornalísticas.

42. Quanto aos outros supostos desenquadramentos, a defesa os refutou sob a alegação de que não teriam decorrido de conduta do gestor, mas, sim, de fatores externos e, portanto, não haveria razão para responsabilizar a GWI Asset, ou o seu gestor.

VIII. Da proposta de Termo de Compromisso

34. No dia 04.08.2014, os Acusados apresentaram proposta de termo de compromisso, em que se comprometiam a pagar o valor de R\$60.000,00 (sessenta mil reais), bem como reforçar o compromisso em conformidade ao regulamento do Fundo (fls. 362-363).

35. Em linha com a manifestação da PFE, o Comitê de Termo de Compromisso concluiu pela existência de óbice legal à aceitação da proposta conjunta apresentada, por não atendimento ao disposto no inciso II, §5º, art.11, da Lei nº 6.385/76²⁷. Assim, propôs ao Colegiado a rejeição do termo de compromisso, por compreender que a proposta não se mostrava adequada ao escopo do instituto, notadamente com relação à sua função indenizatória.

36. Em reunião realizada em 16.12.2014, o Colegiado, por unanimidade, acompanhando o parecer do Comitê, deliberou pela rejeição da proposta conjunta apresentada (fls. 382-383).

37. Em 16.03.2015, os Acusados interpuseram recurso contra a decisão que rejeitou a proposta de termo de compromisso, sob a alegação de que o valor do prejuízo calculado pela Acusação, da ordem de R\$25 milhões, não corresponderia à realidade, tendo o cálculo dos Acusados chegado ao montante da ordem de R\$8 milhões.

38. Instada a se manifestar, a SIN confirmou que o valor do prejuízo apurado anteriormente é o que se aproximaria do valor do prejuízo provocado aos cotistas em razão das transações realizadas com ações Marfrig no período compreendido entre os dias 29.07.2011 e 12.08.2011, motivo pelo qual a área técnica ratificou o valor de R\$25.251.922,38.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 09 de maio de 2017.

Henrique Balduino Machado Moreira
Diretor-Relator

¹ Inscrito no CNPJ nº 06.088.230/0001-30.

² Art. 65. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: (...) XIII – observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto;

³ Art. 88. O administrador e o gestor respondem pela inobservância dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro, de composição e concentração de carteira, e de concentração em fator de risco, estabelecidos nesta Instrução e no Regulamento.

⁴ Art. 65-A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão.

⁵ De acordo com o termo de acusação, integram o Grupo de Investidores Gestor GWI os seguintes fundos: *GW* *Leverage FIA* (CNPJ nº 06.088.230/0001-30), *GW* *Dividendos FIA* (CNPJ nº 09.067.366/0001-52), *GW* *Pipes FIA* (CNPJ nº 09.454.944/0001-03) e *GW* *High Growth FIA* (CNPJ nº 11.490.623/0001-06).

⁶ Consoante os Procedimentos Operacionais da CBLC, Capítulo V, item 3.2.2. De acordo com tais critérios o limite seria de 8.800.421 contratos a termo.

⁷ Código de negociação MRFG3.

⁸ Inscrita no CNPJ nº 02.201.501/0001-61.

⁹ Nota-se, ainda, que a GWI Asset denominava-se à época, nos termos do referido documento, GWI Consultoria, Participações e Serviços LTDA.

¹⁰ "Art. 9. O FUNDO obedecerá aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativos financeiros constantes dos parágrafos abaixo. (...)

Parágrafo segundo. O investimento nos ativos listados nos incisos I a IV do Artigo 8º deste Regulamento está sujeito a limite de concentração por emissor, não podendo concentrar mais que 70% dos referidos ativos em um único emissor. (...)"

¹¹ Fonte: <http://www.valor.com.br/arquivo/885489/bovespa-fica-ainda-mais-longe-da-bolsa-dos-eua>.

¹² Ofícios CVM/SIN/GIA/Nº 3.121/2013 (fls. 49/52) e CVM/SIN/GIA/Nº 3.122/2013 (fls. 53-56).

¹³ "Art.8 (...) Parágrafo terceiro: O Fundo poderá estar exposto à significativa concentração em ativos de poucos emissores com os riscos daí decorrentes."

¹⁴ "Art. 95-B. Os fundos classificados como "Ações" deverão ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado. §2º - Sem prejuízo do disposto no *caput*, o investimento nos ativos financeiros listados no inciso I do §1º não estará sujeito a limites de concentração por emissor, desde que o regulamento e o prospecto, quando houver, contenham, com destaque, alerta de que o fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos financeiros de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes".

¹⁵ "Art. 89. O administrador e o gestor não estão sujeitos às penalidades aplicáveis pelo descumprimento dos limites de concentração e diversificação de carteira, e concentração de risco, definidos no regulamento de investimento e na legislação vigente, quando o descumprimento for causado por desenquadramento passivo, decorrente de fatos exógenos e alheios à sua vontade, que causem alterações imprevisíveis e significativas no patrimônio líquido do fundo ou nas condições gerais do mercado de capitais, desde que tal desenquadramento não ultrapasse o prazo máximo de 15 (quinze) dias consecutivos e não implique alteração do tratamento tributário conferido ao fundo ou aos cotistas do fundo. Parágrafo único. O administrador deve comunicar à CVM, depois de ultrapassado o prazo de 15 (quinze) dias referido no *caput*, a ocorrência de desenquadramento, com as devidas justificativas, informando ainda o reenquadramento da carteira, no momento em que ocorrer".

¹⁶ Limites de Concentração por Emissor e por Modalidade de Ativos Financeiros:

O investimento nos ativos listados nos incisos I a IV do item anterior [entre os quais ações] está sujeito a limite de concentração por emissor, não podendo concentrar mais que 70% dos referidos ativos em um único emissor. No caso dos demais ativos, o FUNDO obedecerá aos limites de concentração por emissor constantes da tabela abaixo: (...).

¹⁷ CDA referente à competência do mês 06/2011 juntado às fls. 75-158.

¹⁸ CDA referente à competência do mês 07/2011 juntado às fls. 159-237.

¹⁹ Parte final constante do item 36 do Termo de Acusação.

²⁰ Para maiores detalhes ver tabela 8 e gráficos 2, 3, 4 e 5 constantes do item 32 do termo de acusação (fls. 9-10).

²¹ Disponível em <http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/1144930/o-que-e-mercado-termo-o-caso-marfrig>. Análise sobre o Fundo de Investimento em Ações *GW Private* Investimento no Exterior vem sendo conduzida no âmbito do Processo CVM nº RJ2011/9430.

²² Em resposta ao MEMO/SIN/GIA/Nº 157/2012 (fls.244-246).

²³ "Art. 117. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, §3º, da Lei n.º 6.385/76, as seguintes condutas em desacordo com as disposições desta Instrução: IX – não observância às disposições do regulamento do fundo; XIII – não observância, pelo administrador ou pelo gestor do fundo, dos deveres de conduta de que trata o art. 65-A".

²⁴ Sobre a matéria, o termo de acusação dispõe da seguinte forma (itens 44 a 46):

44. Assim sendo, nos termos da legislação vigente, a GWI Asset indicou o Sr. MU HAK YOU como seu diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários, conforme se verifica do Sistema de Cadastro da CVM (fls. 264).

45. Ressalte-se ainda que, o Colegiado desta Comissão, em sessão de julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8510, realizada em 04.04.2007, entendeu que o diretor responsável é "...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..."

46. Nesse mesmo sentido, cabe colacionar o entendimento exarado no voto do Diretor Otávio Yazbek, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/9129, julgado em 09.08.2011, abaixo transcrito:

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.

²⁵ Art. 6º - Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar: I – nome e qualificação dos acusados; II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua

participação nas infrações apuradas; IV – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; e V – proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso.”

“Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso. Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no *caput* sempre que o acusado: I – tenha prestado depoimento pessoal, ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça”.

²⁶ PARCER/Nº 65/2014/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU.

²⁷ “Art. 11, §5º - A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado, ou acusado, assinar termo de compromisso, obrigando-se a (...) II – corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/3624

Acusados: GWI Asset Management S.A.
Mu Hak You

Assunto: Apurar a eventual responsabilidade da GWI Asset Management e de Mu Hak You por infração aos artigos 65, inciso XIII, c/c com o art. 88, *caput*, e 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04.

Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira

VOTO

1. Trata-se de acusação pelo descumprimento do dever de diligência por parte da GWI Asset Management S.A. (“GWI Asset”), na qualidade de gestora do GWI Leverage Fundo de Investimento em Ações (“Fundo” ou “GWI Leverage FIA”), e de seu diretor responsável pela administração de carteira de valores mobiliários, Mu Hak You (“Mu Hak” que, conjuntamente com a GWI Asset, são aqui denominados “Acusados”), em razão da não observância do limite de concentração por emissor estabelecido no regulamento e no prospecto do Fundo, em infração ao art. 65, inciso XIII¹, c/c o art. 88, *caput*², e art. 65-A, inciso I³, todos da Instrução CVM nº 409/04.

2. Conforme consta nos autos, o presente processo originou-se após a BM&FBovespa ter identificado, em abril de 2011, que o Grupo de Investidores Gestor GWI⁴ encontrava-se acima do limite permitido em operações no mercado a termo com ações de emissão da Marfrig Global Foods S.A.⁵ (“Marfrig” ou “Companhia”), que era de 8.800.421 contratos. O grupo encontrava-se desenquadrado desde dezembro de 2010, ocasião em que estava com 9.211.600 contratos em aberto, tendo mais do que dobrado o limite em março, quando fechou o mês com 17.782.700 contratos em aberto⁶.

3. Assim, a bolsa enviou correspondência à Socopa Sociedade Corretora Paulista S.A. em abril de 2011 solicitando que o investidor fosse comunicado para que regularizasse a situação, o que somente ocorreu em junho de 2011, tendo o Grupo de Investidores GWI permanecido desenquadrado com relação às regras da BM&FBovespa por seis meses consecutivos.

4. Diante desse cenário, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN” ou “Acusação”) instaurou processo administrativo para verificar as informações do *GWI Leverage FIA* e, ao analisar a documentação, identificou diversos comunicados de desenquadramento enviados pela administradora do Fundo à época, a

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A., à CVM, com destaque para o comunicado nº 1425/2011, em que foi informado o não atendimento ao limite máximo de concentração em um só emissor.

5. O referido limite estava expressamente previsto no regulamento do Fundo, que, em seus artigos 8º e 9º, estabelecia:

"Artigo 8º:

O FUNDO se classifica como um fundo de ações e aplicará 67% (sessenta e sete por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido nos seguintes ativos financeiros:

I – ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado; (...)

Artigo 9º:

O FUNDO obedecerá aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativos financeiros constantes dos parágrafos abaixo.

(...)

Parágrafo Segundo:

*O investimento nos ativos listados nos incisos I a IV do Artigo 8º deste Regulamento está sujeito a limite de concentração por emissor, não podendo concentrar **mais que 70% dos referidos ativos** em um único emissor." (grifei)*

6. Tendo o regulamento vedado a concentração em mais de 70% dos ativos do Fundo em um mesmo emissor, a SIN afirma que os Acusados teriam ultrapassado o referido limite, uma vez que, conforme consta no demonstrativo de composição e diversificação de ativos do Fundo (CDA), **90,184%** do patrimônio líquido do Fundo estava composto por ações da Marfrig em julho de 2011.

7. A Acusação afirmou que, pelo menos desde março de 2011, o mercado já acompanhava as oscilações das ações da Marfrig, conforme divulgado em reportagem do Valor Econômico de 03.05.2011, que chamou atenção para o fato de que a GWI Investimentos estaria alavancada em operações no mercado a termo em ações da Companhia. Segundo o veículo de comunicação, a preocupação do mercado decorria do fato de que a GWI e Mu Hak detinham 5,22% em ações da Marfrig, o que equivaleria a R\$297,3 milhões (58% dos R\$510,8 milhões de patrimônio sob gestão na GWI).

8. Em resposta aos questionamentos feitos pela SIN, os Acusados alegaram que o desenquadramento teria sido passivo, fruto de uma crise de âmbito nacional e internacional. Tendo sido passivo e tendo o Fundo reenquadrado-se 14 dias depois, não seria o gestor passível de responsabilização, nos termos do art. 89 da Instrução CVM nº 409/04. Afirmaram, ainda, que o regulamento do Fundo alertava sobre o risco de exposição à concentração excessiva em poucos emissores e que, portanto, o Fundo não se sujeitaria ao limite de concentração por emissor, conforme preceitua o art. 95-B, §2º, da Instrução CVM nº 409/04.

9. Quando da apresentação da defesa, os Acusados ratificaram os argumentos trazidos na fase prévia à instauração do presente processo sancionador e, adicionalmente, afirmaram que a solução dada pela CVM ao suposto conflito entre o art.

8º, §3º, que menciona a exposição do Fundo ao risco de concentração em um só emissor, e o art. 9º, §2º, que estabeleceu o limite de 70%, não teria sido a melhor, uma vez que, no entendimento dos Acusados, não haveria supremacia entre os dispositivos.

10. Ressaltaram que os dados sobre a carteira do Fundo estavam disponíveis no site da CVM, de modo que todos os investidores teriam tido acesso à informação referente à alocação dos ativos do Fundo. Caso tal argumento não fosse acolhido, defenderam que a eventual existência de dois artigos conflitantes no regulamento teria sido aceita pelos cotistas e, caso houvesse dúvida razoável quanto à interpretação correta, deveria a matéria ser objeto de consulta aos investidores por meio de assembleia.

11. Adicionalmente, destacaram que, apesar da crise econômica enfrentada pelos Estados Unidos no final do primeiro semestre de 2011, a qual gerou desconfiças no mercado, a Marfrig, até o início de 2011, vinha registrando recordes de crescimento e de lucratividade, o que trouxe um ótimo retorno aos investidores. Entretanto, um grande volume de ações da Marfrig teria sido vendido no dia 29.07.2011, quando as corretoras Capital Market, JP Morgan e Itaú teriam alienado 1.291.000 ações da Marfrig, causando uma drástica queda no preço da ação.

12. Diante disso, os Acusados alegaram que não teria restado alternativa à GWI Asset senão comprar ações a fim de tentar evitar uma queda abrupta do preço do papel (fls. 322)⁷. Na sequência, afirmaram que *"a fim de evitar que a aludida compra refletisse negativamente, não obstante a concentração fosse permitida pelo Regulamento, a GWI iniciou uma operação para a venda ordenada desses ativos"*⁸. Tal ação, todavia, não teria sido suficiente para impedir que o preço da ação fosse reduzido à metade, tendo o patrimônio líquido do Fundo sofrido forte queda.

13. Por fim, a defesa concluiu que o desenquadramento teria sido causado pelas alterações de preço das ações da Marfrig no período e, não obstante o cenário econômico *"desastroso que pairava sobre o mercado de ações"*, os Acusados teriam envidado seus melhores esforços para manter o patrimônio do GWI Leverage FIA inalterado, bem como teriam zelado para minimizar os efeitos da queda do preço das ações.

14. Passando à análise do caso, os fatos constantes dos autos são incontroversos e não deixam dúvidas de que os Acusados não empregaram o cuidado e a diligência exigidos pela norma e deliberadamente descumpriram o disposto no regulamento do Fundo, ao concentrar mais de 90% do seu patrimônio líquido em ações da Marfrig. O argumento de que o desenquadramento teria ocorrido de forma passiva, hipótese na qual, uma vez caracterizada e sanada no prazo máximo de 15 dias, isenta o gestor da aplicação de penalidades, nos termos do art. 89 da Instrução CVM nº 409/04, não merece prosperar.

15. O referido artigo estabelece que será considerado passivo o desenquadramento causado por *"fatos exógenos e alheios à sua vontade, que causem alterações imprevisíveis e significativas no patrimônio líquido do fundo ou nas condições gerais do mercado de capitais"*. O Colegiado da CVM já teve a oportunidade de se manifestar sobre a matéria por ocasião do julgamento do PAS CVM nº RJ2005/9245⁹, no qual o então Presidente e Relator Marcelo Trindade tratou do tema:

"(...) o desenquadramento deve decorrer de eventos 'exógenos' e 'alheios à vontade' do administrador e do gestor. Mas isto não basta: é ainda preciso, para afastar a ilicitude, que tais eventos externos e involuntários causem 'alterações no patrimônio líquido do fundo ou

nas condições gerais do mercado de capitais'. Exige-se, por fim, que tais alterações sejam 'imprevisíveis e significativas'.

16. No caso em apreço, não é correto afirmar que fatores exógenos e alheios à vontade do gestor levaram à alta concentração do patrimônio do Fundo em ações da Marfrig; muito pelo contrário, os Acusados concorreram, de forma ativa, para que esse cenário ocorresse. O demonstrativo de ativos do GWI Leverage FIA mostra que, ao final do mês de junho, o Fundo possuía 4.581.700 ações da Marfrig, o que representava 64,99% do seu patrimônio líquido.

17. No mês seguinte, o Fundo efetuou compras líquidas, totalizando 768.300 ações, um acréscimo de 16,77% que, por si só, já seria suficiente para desenquadrar, de forma ativa, a carteira do Fundo. Considerando somente essas compras, o Fundo passaria a ter, em julho de 2011, 5.350.000 ações que, à cotação de R\$15,20¹⁰, chegaria a um valor de mercado total de R\$81,3 milhões, equivalente a 89,77% do patrimônio líquido do Fundo naquele mês, o que já caracterizaria a não observância do limite de concentração de 70%.

18. No dia 1º de agosto, data em que o valor do fechamento da ação foi R\$15,17¹¹, cotação não muito distante do padrão identificado nos dois meses anteriores em que o valor oscilou entre R\$13,9 e R\$15,8, o Fundo agravou sua situação ao comprar 486.100 ações da Marfrig, passando o papel a representar **99,80%** do patrimônio do Fundo¹². Ou seja, nesse dia, **praticamente a totalidade dos ativos do Fundo estavam aplicados em um mesmo emissor, em flagrante desrespeito à regra prevista no regulamento.**

19. Portanto, vê-se que o desenquadramento não ocorreu em resultado da queda do preço da ação da Marfrig causada por uma crise de abrangência nacional e internacional, principalmente no mercado acionário, como argumenta a defesa, e sim fruto de uma estratégia irresponsável adotada pelo gestor, ao expor o Fundo, tanto no mercado à vista quanto no mercado a termo, a altas concentrações em ações de um só emissor.

20. Além disso, é importante ressaltar que, de fato, o mercado sofreu um revés no mês de agosto daquele ano, quando houve o rebaixamento do *rating* dos Estados Unidos, o que levou a uma queda de 6,57% do Ibovespa no dia 08. Nesse mesmo dia, as ações da Marfrig recuaram 24,83%, queda que, se comparada à dos seus concorrentes diretos¹³, denota que a crise teve um impacto muito mais severo para a Companhia.

21. Tal crise, na verdade, foi o gatilho para que se iniciasse uma queda vertiginosa do preço da ação da Marfrig e, conseqüentemente, do patrimônio do Fundo, mas não foi ela, isoladamente, que causou esse efeito. Ao final do mês de junho de 2011, conforme já citado, o Fundo contava com um patrimônio de R\$108,6 milhões que, no final de agosto, passou a valer R\$16 milhões, uma queda de **85,17%**.

22. Um conjunto de fatores levou a esse resultado, resumidos a seguir:

- a) com a queda acentuada do valor da ação da Marfrig em agosto, houve uma conseqüente diminuição do patrimônio do Fundo, o que demonstra a alta concentração no papel e traduz a estratégia de risco adotada pelo gestor;
- b) o desenquadramento do Grupo de Investidores Gestor GWI em relação ao limite máximo de exposição em operações a termo em Marfrig teve um

importante papel para pressionar a cotação da ação com viés de baixa pois, ao não conseguir honrar as chamadas de margem relativas aos contratos, o grupo teve que encerrar suas posições, aumentando a quantidade de negociação dos contratos a termo negociados e, conseqüentemente, a liquidez do papel no mercado à vista¹⁴;

- c) o Fundo alienou 8.257.300 ações de emissão da Companhia no mês de agosto e assim também procedeu Mu Hak, que zerou sua posição ao vender, no mesmo mês, 2.797.900 ações que estavam em sua carteira de investimento pessoal.

23. Isso significa que a estratégia utilizada pelo Acusados ao investir quase que a totalidade dos ativos do Fundo em ações da Marfrig e, ainda, ao alavancar-se no mercado a termo do mesmo papel, não só demonstrou a extrema falta de cuidado e diligência do gestor e de seu diretor, como contribuiu para depreciar ainda mais a cotação da ação, maximizando as perdas do Fundo. Inclusive, ao se manifestar sobre o assunto, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI") afirmou que "*a alavancagem e a forte concentração do fundo em papéis Marfrig, juntamente com o cenário econômico externo, criaram um ciclo vicioso que colocou o fundo GWI em situação de corner*¹⁵".

24. No tocante ao argumento da defesa no sentido de que o regulamento alertava sobre o risco de exposição à concentração excessiva em poucos emissores e que, portanto, o Fundo não se sujeitaria ao limite previsto no regulamento, o mesmo não encontra respaldo legal. O que o art. 95-B, §2º, da Instrução CVM nº 409/04 permitia é que fossem ultrapassados os limites de concentração por emissor previstos na própria norma, desde que houvesse um alerta, no regulamento, acerca do risco de exposição à significativa concentração.

25. Ao estabelecer uma regra específica no regulamento, qual seja, o limite de 70% do patrimônio em ações de um mesmo emissor, o Fundo criou para si uma obrigação específica para a qual não se aplica a exceção prevista no §2º do art. 95-B. Não se sustenta, portanto, o argumento de que ao regulador não caberia dar uma solução, incorreta, na opinião da defesa, para o suposto conflito entre os dispositivos do regulamento (o que alerta para o risco de concentração e o que fixa o limite de 70% por emissor).

26. Isso porque não há, no presente caso, contradição entre os dispositivos citados. Como bem apontado pela Acusação, a previsão contida no art. 8º, §3º, do regulamento é mera referência ao disposto no §2º do art. 95-B, não tendo, portanto, o poder de afastar a restrição imposta pelo próprio regulamento no seu art. 9º, §2º. Em resumo, ao Fundo era permitida a exposição à significativa concentração em poucos emissores, devendo ser observado, entretanto, o limite de 70% em um único emissor, o que não ocorreu no caso do GWI Leverage FIA.

27. Assim, resta claro que a GWI Asset feriu sua relação fiduciária com os cotistas ao descumprir o regulamento e expor o GWI Leverage FIA à alta concentração de ações da Marfrig e, ainda, colocando o Fundo em situação de *corner*, o que acarretou a queda abrupta de seu patrimônio e, conseqüentemente, grandes prejuízos aos cotistas.

28. No tocante à responsabilização de Mu Hak, concordo com a SIN quando afirma que "*considerando que as infrações cometidas são decorrentes de atos de natureza institucional do gestor dos fundos de investimento, o diretor responsável, por dever de*

ofício e por suas inerentes atribuições na gestão do fundo, participou e tinha conhecimento das mesmas” e, nesse sentido, o diretor também responde pelas infrações aqui tratadas.

29. É inegável que Mu Hak, na qualidade de fundador e único diretor responsável pela administração de carteiras da GWI Asset, teve participação direta no cometimento das infrações aqui analisadas, tendo, inclusive, ele próprio, aumentado substancialmente sua participação acionária na Companhia a partir de abril de 2011 (de 57.400 ações em março, o Acusado passou a deter 2.329.800 em abril, um aumento de 3959%).

30. O ápice de suas aquisições, dentro do período analisado, ocorreu em maio, quando Mu Hak fechou o mês detendo 3.620.700 ações de emissão da Marfrig, quantidade bastante expressiva, que representava **1,85% do free float da Companhia naquele mês**. E, como já exposto, em agosto, o Acusado zerou sua posição, vendendo no mercado suas ações e as do Fundo; aumentando, ainda mais, a pressão de queda sobre o papel.

31. Portanto, o Acusado feriu a confiança que lhe foi investida pelos cotistas do Fundo, tendo infringindo, dessa forma, as normas de conduta impostas aos administradores de carteira de valores mobiliários. Ressalta-se, inclusive, que é considerada infração grave a não observância, pelo gestor de fundo de investimento, das disposições do regulamento do fundo e dos deveres de conduta de que trata o art. 65-A, nos termos dos incisos IX e XIII do art. 117 da Instrução CVM nº 409/04¹⁶.

32. Por fim, é importante ressaltar que foi elaborado pela SIN um estudo com o intuito de calcular o valor das operações irregulares realizadas com as ações da Marfrig, a fim de estimar os prejuízos suportados pelos cotistas do Fundo, por meio do qual se apurou o montante de R\$25.251.922,38 (fls. 392-400).

33. Em que pese os Acusados terem contestado tal valor, são pertinentes as premissas utilizadas pela área técnica, que levam em consideração as operações líquidas realizadas no período e a diferença entre o produto dessas operações, à cotação do dia em que a irregularidade começou, e o produto à cotação ponderada diariamente. Deste modo, considerando que o cálculo realizado pela SIN leva em conta as peculiaridades do caso e, ao mesmo tempo em que aponta uma estimativa do prejuízo suportado pelos cotistas, revela um cálculo mais fidedigno das operações irregulares feitas pelos Acusados, ou seja, daquelas que foram realizadas além do que era permitido pelo regulamento do Fundo, tal valor será considerado para fins de apenação dos Acusados, conforme item a seguir.

34. Diante de todo o exposto, considerando a gravidade das infrações cometidas e os montantes envolvidos, voto:

- a. pela **condenação da GWI Asset Management S.A.**, na qualidade de gestora do *GWI Leverage FIA*, com fundamento no art. 11, inciso II e §1º, II, da Lei nº 6.385/76, **à penalidade pecuniária no valor de R\$7.575.576,71** (sete milhões, quinhentos e setenta e cinco mil, quinhentos e setenta e seis reais e setenta e um centavos), equivalente a 30% do valor das operações irregulares¹⁷, por infração ao disposto nos artigos 65, inciso XIII, c/c o art. 88, *caput*, e 65-A, inciso I, todos da Instrução CVM nº 409/04; e

- b. pela **condenação de Mu Hak You**, na qualidade de diretor responsável da *GWI Asset Management S.A.*, com fundamento no art. 11, inciso V, da Lei nº 6.385/76, **à penalidade de suspensão da autorização para administração profissional de carteira de valores mobiliários pelo prazo de cinco anos**, por infração ao disposto nos artigos 65, inciso XIII, c/c o art. 88, *caput*, e 65-A, inciso I, todos da Instrução CVM nº 409/04.

Rio de Janeiro, 09 de maio de 2017.

Henrique Balduino Machado Moreira
Diretor-Relator

¹ “Art. 65. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: XIII – observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto.”

² “Art. 88. O administrador e o gestor respondem pela inobservância dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro, de composição e concentração de carteira, e de concentração em fator de risco, estabelecidos nesta Instrução e no Regulamento.”

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

⁴ De acordo com o termo de acusação, integram o Grupo de Investidores Gestor GWI os seguintes fundos: *GWI Leverage FIA* (CNPJ nº 06.088.230/0001-30), *GWI Dividendos FIA* (CNPJ nº 09.067.366/0001-52), *GWI Pipes FIA* (CNPJ nº 09.454.944/0001-03) e *GWI High Growth FIA* (CNPJ nº 11.490.623/0001-06).

⁵ Código de negociação MRFG3.

⁶ O grupo permaneceu desenquadrado até o final de maio de 2011, sendo que, no fechamento de março, 17.782.700 contratos estavam abertos, o maior valor do período. No fechamento de abril, após, portanto, o recebimento da correspondência da BM&FBovespa, o total de contratos em aberto era de 15.661.400.

⁷ Conforme consta nos autos, o Fundo comprou 1.388.300 ações MRFG3 em 29.07.2011, data em que começou o desenquadramento; 486.100 ações no dia 01.08.2011; 66.000 ações no dia 02.08.2011; 550.000 ações no dia 09.08.2011; 850.000 ações no dia 11.08.2011; e no dia 12.08.2011 foram compradas 790.000 ações.

⁸ No período de desenquadramento (29.07.2011 a 12.08.2011), o Fundo vendeu 1.500 ações da Marfrig em 29.07.2011; 1.020.000 ações em 02.08.2011; 700.000 ações em 03.08.2011; 100.000 ações em 04.08.2011; 729.000 ações em 08.08.2011; 1.124.900 ações em 09.08.2011; 1.173.800 ações em 10.08.2011; 1.153.000 ações em 11.08.2011; e 2.438.600 ações em 12.08.2011.

⁹ Processo administrativo sancionador julgado em sessão realizada em 16.01.2007, na qual o Colegiado, por unanimidade de votos, decidiu absolver todos os acusados.

¹⁰ Cotação considerada para fins de apuração do valor de mercado das ações no referido mês, conforme consta na CDA respectiva.

¹¹ Conforme consta na tabela 3 às fls. 394.

¹² No dia 01.08.2011 o Fundo encerrou o dia com 5.861.100 ações da Marfrig, com valor de mercado totalizando R\$88.912.887,00, sendo o patrimônio do Fundo de R\$89.090.078,81 (fls. 394).

¹³ JBS (JBS3) e Minerva (BEEF3) tiveram quedas de 7,95% e 10,08%, respectivamente, no dia 08.08.2011.

¹⁴ De acordo com o termo de acusação, foram encerrados 6.341.5500 contratos no período.

¹⁵ Relatório de Análise GMA-1/Nº 24/2012, de 07.12.2012 (fls. 247-263).

¹⁶ “Art. 117. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, §3º, da Lei n.º 6.385/76, as seguintes condutas em desacordo com as disposições desta Instrução: IX – não observância às disposições do regulamento do fundo; XIII – não observância, pelo administrador ou pelo gestor do fundo, dos deveres de conduta de que trata o art. 65-A”.

¹⁷ Operações irregulares calculadas pela Acusação, conforme documento acostado às fls. 392-399.