



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2015/12087

Reg. Col. 0217/2016

Acusados: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BNY Administração de Ativos Ltda.
José Carlos Lopes Xavier de Oliveira.

Assunto: Apurar responsabilidade do administrador fiduciário e do gestor de recursos, bem como do seu respectivo diretor responsável, pela suposta violação de deveres fiduciários (art. 65-A da Instrução CVM nº 409/2004).

Diretor Relator: Pablo Renteria

VOTO

1. Cuida-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”) para apurar as responsabilidades da BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (“BNY Administradora” ou “Administradora”), da BNY Administração de Ativos Ltda. (“BNY Gestora” ou “Gestora”) e de José Carlos Lopes Xavier de Oliveira (“José Carlos” e, em conjunto com a BNY Gestora, “Acusados”), diretor responsável de ambas as instituições pelas atividades de administração do Pacific Fundo de Investimento Renda Fixa Crédito Privado (“Fundo Pacific” ou “Fundo”), em razão da suposta violação dos deveres fiduciários estabelecidos no art. 65-A da Instrução CVM nº 409/2004 (“Instrução 409”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2. O presente processo trata da aquisição, em 28.11.2012, de debêntures de emissão da RO Participações S.A. (“ROPart”) pelo Fundo Pacific, pelo montante de R\$ 72 milhões. Cuida-se de fundo exclusivo, cujo único cotista era o São Bento Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Multimercado (“Fundo São Bento”), que, por sua vez, era exclusivo do Postalis – Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos (“Postalis”).
3. Dos recursos captados pela emissora, R\$ 60 milhões seriam utilizados para aquisição de 30% do capital social da Risk Office Consultoria Financeira Ltda. (“Risk Office”)¹ e R\$ 12 milhões seriam gastos com a emissão das debêntures, incluindo a contratação de consultorias.²
4. As debêntures foram emitidas com prazo de 15 (quinze) anos e a taxa de remuneração foi estabelecida pelo maior percentual entre: (i) IPCA + 6,5%; ou (ii) 10% de participação nos lucros da Risk Office.³ A escritura de emissão previa ainda duas espécies de garantia: (i) cessão fiduciária dos créditos correspondentes ao fluxo de dividendos que a ROPart teria direito a receber da Risk Office; e (ii) a alienação fiduciária de ações de emissão da ROPart.
5. O relatório definitivo de **rating** (fls. 80 a 87) das debêntures emitidas pela ROPart, datado de 12.3.2013, classificou a operação com nota “A-”, que engloba “as operações [...] que apresentam ativos subjacentes com boas garantias primárias, secundárias e terciárias, com liquidez menor que as da faixa anterior e valor compatível com o valor do principal corrigido, acrescidos dos juros da obrigação. O risco de inadimplência é baixo”.
6. Ainda de acordo com o relatório de classificação de risco, a emissora era uma sociedade de propósito específico constituída em 20.6.2012, cujo objeto social consistia em (i) prestar serviços de consultoria financeira para a Risk Office, suas controladoras, controladas ou coligadas, e (ii) participar societariamente no capital da Risk Office durante o prazo de duração da ROPart, que era de 16 anos. O capital social da ROPart era de R\$ 800,00, representado por 800 ações, sendo 400 ações ordinárias e 400 ações preferenciais.

¹ De acordo com a cláusula 3.5.1 do Instrumento Particular de Escritura da 1ª Emissão de Debêntures da ROPart, R\$ 60 milhões seriam aplicados na subscrição e integralização de ações emitidas pela Risk Office, equivalente a 30% (trinta por cento) de seu capital social pós-investimento.

² Ver cláusula 3.5 do Instrumento Particular de Escritura da 1ª Emissão de Debêntures da ROPart, datado de 30.10.2012 (fls. 34 a 72).

³ Ver cláusulas 4.7 e 4.9 da Escritura.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

7. Quanto à Risk Office, o relatório informava que se tratava de prestadora de serviços de consultoria para a gestão de riscos financeiros e operacionais, que possuía cerca de 340 clientes distribuídos por todo o território nacional, dos quais 47% eram entidades fechadas de previdência complementar. Ainda segundo o relatório, o objetivo do investimento da ROPart na Risk Office era adquirir participações acionárias em duas sociedades concorrentes, a serem definidas posteriormente.

8. De acordo com a acusação, a BNY Gestora decidiu investir volume considerável de recursos do Fundo Pacific, representativos de 60% do seu patrimônio líquido, na subscrição das debêntures emitidas pela ROPart, apesar de existirem diversas evidências de que o investimento seria contrário aos interesses do cotista. Ao agirem dessa maneira, teriam desrespeitado os seus deveres perante o Postalis.

9. Os Acusados, contudo, refutam os argumentos da área técnica da CVM e defendem a lisura da operação. Parte substancial deste processo é dedicada à análise dessa controvérsia. No entanto, as defesas suscitam duas questões que me parecem prejudiciais ao mérito da acusação e, por essa razão, são examinadas na sequência.

I – Das questões prejudiciais ao mérito

I.1 – Da responsabilidade da BNY Gestora pelo investimento

10. A primeira diz respeito à identificação do responsável pelos atos de gestão do Fundo Pacific. José Carlos, diretor responsável pela administração de carteiras da BNY Gestora, afirma que não tinha poderes discricionários para negociar os ativos financeiros da carteira do Fundo. As decisões, segundo alega, eram tomadas pela diretoria do Postalis, que, desse modo, foi a responsável pela subscrição das debêntures emitidas pela ROPart. Acrescenta que a fundação era investidora qualificada, capaz de avaliar riscos e tomar decisões de investimento, dispensando as proteções conferidas aos demais investidores.

11. O argumento, contudo, não procede. O art. 3º do Regulamento do Fundo Pacific indicava claramente que a gestão profissional da carteira cabia à BNY Gestora, a quem eram concedidos “poderes para negociar, em nome do Fundo, os referidos títulos e valores



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mobiliários, observando as limitações impostas pelo presente regulamento, pela Administradora e pela regulamentação em vigor”.⁴

12. Por sua vez, a regulamentação vigente à época dos fatos estabelecia, de forma inequívoca, que o gestor era o responsável pelas decisões de investimento. Assim, nos termos do art. 56, § 2º, da Instrução CVM nº 409, de 2004, com a redação introduzida pela Instrução CVM nº 522, de 2012:

“Gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteira de valores mobiliários pela CVM, tendo o gestor poderes para I – negociar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros do fundo; (...)”.

13. Resta, assim, incontroverso que a BNY Gestora era, nos termos do regulamento e da legislação vigente, a pessoa habilitada a decidir sobre a aplicação dos recursos que compunham a carteira do Fundo Pacific. E nesse ponto não importa se os cotistas são qualificados, profissionais ou de varejo, pois, em qualquer cenário, cabe ao gestor desincumbir-se de seus deveres contratuais e regulamentares.

14. Aliás, sendo o cotista único entidade fechada de previdência complementar, era de se esperar que a gestora e o seu diretor responsável fossem especialmente ciosos de suas responsabilidades perante o Fundo, uma vez que tinham recebidos recursos que, em última análise, pertenciam a milhares de trabalhadores, pensionistas e aposentados. Nessa direção, subscrevo as palavras proferidas, em outro julgamento, pelo Diretor Gustavo Borba:

“(…) no caso em análise, a situação dos fundos exclusivos de investimento era ainda mais delicada em virtude de todas as “cotistas únicas” serem Entidades Fechadas de Previdência Complementar, de forma que os patrimônios em questão, administrados pelos gestores acusados, pertenciam, em essência e realidade, aos participantes desses fundos de previdência, ou seja, milhares de aposentados, pensionistas e trabalhadores vinculados, o que demandaria ainda maior cuidado e diligência por parte do gestor, posto que o representante do fundo que sugeriu o investimento não era sequer o real titular do patrimônio investido.”⁵

⁴ Fls. 91.

⁵ PAS CVM 07/2012, julg. 7.3.2017, Dir. Rel. Gustavo Borba.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

15. Ademais, não se pode aceitar a alegação de que a ordem de subscrição tenha partido do cotista Postalis, haja vista os controles e salvaguardas previstas na regulamentação para evitar a movimentação da custódia dos ativos dos fundos de investimento por terceiro estranho à sua administração. Nessa direção, o art. 59, parágrafo único, inciso I, da mencionada Instrução 409 exigia a estipulação, nos contratos de custódia, de cláusula que previsse “que somente as ordens emitidas pelo administrador, pelo gestor ou por seus representantes legais ou mandatários, devidamente autorizado, podem ser acatadas pela instituição custodiante”.

16. Desse modo, ainda que se admitisse que o Postalis tivesse sugerido ou solicitado a subscrição das debêntures – o que sequer restou demonstrado nos autos, a decisão de aplicar R\$ 72.000.000,00 do Fundo Pacific nesse investimento somente poderia ter partido da BNY Gestora, que, repita-se, era a gestora autorizada pelo Regulamento a negociar os ativos financeiros do Fundo.

17. Convém observar que a regulamentação vigente à época dos fatos admitia, desde que preenchidas determinadas condições, que a entidade fechada de previdência complementar desempenhasse a gestão dos fundos de que fosse cotista único.⁶ No entanto, no caso do Fundo Pacific, não foi esse o arranjo escolhido pelas partes envolvidas, que, em vez disso, optaram por atribuir a gestão à BNY Gestora, que, dessa forma, figurava como única responsável pelas decisões do Fundo.

18. A esse respeito, este Colegiado já teve a oportunidade de julgar caso semelhante, tendo consignado que:

“39. Ao decidir não realizar a delegação expressa, o que, inclusive, facilitaria a fiscalização das operações pela Secretária de Previdência Complementar (“SPC”), o Indiciado assumiu todos os deveres do gestor de fundos de investimentos e não pode alegar que, na prática, a gestão incumbiria a terceiro. Para que essa defesa fosse válida, além de fazer a prova (que não me parece ter sido feita), o Indiciado deveria ter formalizado a delegação na forma e no momento adequado, pois só assim os órgãos competentes (CVM e SPC) podem fiscalizar as atividades de seus jurisdicionados adequadamente. Isso não foi feito”.⁷

⁶ V. Deliberação nº 475/2004.

⁷ PAS CVM RJ2005/8542, julg. 29.8.2006, trecho do voto da Dir. Rel. Pedro Marcilio Oliva de Souza.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

19. A regulamentação vigente também admitia que o cotista participasse da formulação das decisões de investimento do fundo, desde que por meio de estruturas de governança transparentes e previamente formalizadas no regulamento, que fossem capazes de assegurar a responsabilização de todos aqueles que, de fato, participassem do processo decisório.

20. Desse modo, se assim quisessem, a BNY Administradora, a Gestora ou o Postalis poderiam ter promovido a constituição de um comitê de investimentos, na forma prevista no art. 63 da Instrução 409, para receber sugestões do Postalis.⁸ No entanto, ainda que admitido esse cenário hipotético, a palavra final sobre qualquer decisão de investimento caberia à BNY Gestora, pois, como previsto no art. 63, § 2º, da mesma Instrução, a presença de um conselho não exime o gestor de responsabilidade pelas operações da carteira do fundo.

21. No presente caso, contudo, o regulamento do Fundo Pacific sequer previa a constituição de algum comitê e, ao prestar esclarecimentos, a BNY Gestora informou que não conseguiu identificar em seus arquivos documentos que formalizassem a participação do cotista nas atividades de gestão. (fls. 360). Sendo assim, na falta de estruturas de governança adequadas, não se admite que o cotista exerça de outra forma influência sobre a gestão do fundo, valendo-se de canais opacos e informais, que não preservem a clara identificação dos responsáveis pelas decisões.⁹

22. Em suma, o que se vê no presente caso é que a gestão do Fundo Pacific era desempenhada pela BNY Gestora, que não estava autorizada a delegar essa função ao Postalis nem mesmo a receber deste últimos sugestões de investimento.

23. De mais a mais, a versão de José Carlos de que a responsabilidade cabia apenas ao Postalis é contraditória com os fatos apurados neste processo. Refiro-me ao episódio ocorrido em 2014 (fls. 233 a 263) no qual o Postalis solicitou à Gestora que adquirisse para a carteira

⁸ Vale observar que, ainda que constituído o comitê, o gestor não se exime de responsabilidade pelas operações da carteira do fundo (Instrução CVM nº 409, art. 63, § 2º).

⁹ “22. Em outras palavras, essas regras de governança viabilizam o exercício do poder de fiscalização e da responsabilização dos agentes que efetivamente tomam as decisões em nome de uma instituição ou, roubando o termo em inglês, se prestam a estabelecer uma estrutura adequada de *accountability*. (...) 37. Pelas razões expostas, eu acredito que a melhor interpretação das normas vigentes é que a ingerência direta dos cotistas nas decisões de investimento de um fundo, seja ele exclusivo ou não, deve acontecer por meio de estruturas de governança formalizadas, como comitês de investimento, ou órgãos assemelhados, para que se preserve a imputabilidade dos responsáveis pelas decisões e se possa averiguar a diligência que as cercou.” (PAS CVM nº 15/2008, julg. 28.2.2012, trecho do voto da Relatora Diretora Luciana Dias).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

do Pacific debêntures emitidas pela sociedade XNice Participações S.A. Após avaliar o investimento e identificar diversas fragilidades, a Gestora negou-se a efetuar a operação para o Fundo Pacific, por considerá-la prejudicial ao Fundo. A meu ver, essa recusa comprova, definitivamente, que a BNY Gestora tinha plena consciência da autonomia de que dispunha para gerir a carteira do Fundo. Em suma, era sua a responsabilidade pelas decisões de investimento do Fundo Pacific.

I.2 – Dos limites da atuação fiscalizadora da CVM

24. A segunda questão prejudicial ao mérito diz respeito aos limites que devem ser observados pela CVM ao fiscalizar as decisões de investimento que são tomadas diuturnamente por gestores profissionais de carteiras de valores mobiliários.

25. As defesas alegam, em apertada síntese, que os precedentes deste Colegiado indicariam que não caberia à autarquia se imiscuir no mérito dessas decisões, tendo em vista a liberdade que deve ser assegurada ao gestor para, dentro dos limites da regulamentação, adotar a estratégia de investimento que, segundo o seu juízo profissional, considere mais acertada para frutificar a carteira do fundo.

26. Em suas linhas gerais, não discordo desse raciocínio. De fato, parece correto entender que, a princípio, o gestor age de boa-fé, tomando as decisões que, com base nas informações disponíveis, acredita serem as mais benéficas para os interesses dos cotistas. Além disso, as decisões se baseiam, não raro, em avaliações e conjecturas que, por mais fundamentadas que sejam, guardam sempre algum grau de subjetividade. E, sendo assim, não me parece justo nem salutar que a área técnica da CVM critique a atuação do gestor apenas porque, se estivesse em seu lugar, teria decidido de outra forma.

27. Vale ainda mencionar que a obrigação do gestor é de meios, sendo-lhe exigido que envide os seus melhores esforços em prol da valorização da carteira do fundo. O gestor não promete resultado nem pode ser responsabilizado pelo simples fato de ter tomada uma decisão que, ao final, contrariamente às suas expectativas, venha a ocasionar perdas ao fundo.

28. Nada obstante essas considerações, que me parecem acertadas, importa esclarecer que a CVM tem o dever de verificar se, ao tomar determinada decisão de investimento, o gestor agiu em conformidade com os deveres fiduciários que lhe são impostos pela regulamentação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

vigente. Não se trata, nesses casos, de fazer um juízo de valor sobre a qualidade do trabalho do gestor, mas de averiguar se há razões objetivas para entender que ele não agiu com a diligência devida, por ter deixado de adotar algum cuidado impositivo antes de consumir a operação, ou que ele cometeu deliberadamente um ato desleal, em detrimento dos interesses dos cotistas. Caso surjam essas evidências, a área técnica tem não só o poder como o dever de apurar as responsabilidades dos infratores, de modo a disciplinar o mercado e inibir a reiteração de comportamentos assemelhados.

29. Tal entendimento, diga-se por oportuno, não é nada inovador; ao reverso, vem sendo firmemente adotado por este Colegiado. É o que se verifica, inclusive, na decisão citada pelas defesas, na qual se estabeleceu a distinção entre, de um lado, o que se pode chamar de exame do mérito da decisão e, de outro, a averiguação do cumprimento do regulamento e dos deveres fiduciários:

“14. Mas acho necessário acrescentar que não me parece ser competência da área técnica, na acusação, **fazer considerações a respeito do mérito das decisões de investimento** – nível de risco do fundo (que seria ‘desnecessário’) ou sobre a qualidade da estratégia adotada pelo administrador – quando o administrador age amparado no regulamento do fundo **ou quando não se configura falta de lealdade de sua parte**. Digo isso mesmo se o resultado dessas decisões de investimento gerar perdas vultosas para o fundo. Decidir onde e quando investir é decisão do administrador, **que está sujeito às regras contratadas com os investidores e à obrigação de agir com zelo e visando ao interesse dos investidores** (além de obedecer às regras prudenciais e a outras específicas, sobre os investimentos, que estejam vigentes)” (grifou-se).¹⁰

30. Na mesma linha, consulte-se igualmente a seguinte decisão:

“não se trata aqui de a CVM verificar se as expectativas do administrador e do gestor quanto ao resultado do investimento se concretizaram ou não, mas sim de verificar se houve diligência na decisão tomada. Em última análise, trata-se de analisar se a decisão tomada observou o profissionalismo e a lealdade aos interesses do cliente exigidos pela regulamentação para a administração de recursos de terceiros”.¹¹

¹⁰ Voto de Maria Helena Santana no Processo Sancionador CVM nº RJ2005/8510, julgado em 4.4.2007.

¹¹ PAS CVM nº RJ2005/5442, julgado em 23.5.2007.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

31. Confira-se ainda a decisão em que este Colegiado firmou o entendimento de que “o administrador pode ser responsabilizado por falta de diligência e a averiguação da falta de diligência não se vê a partir do mérito da decisão, mas do processo que levou a ela”.¹²

32. Como se vê, portanto, este Colegiado já vem adotando parâmetros de julgamento que procuram, de um lado, proteger os costitas e o mercado em geral de condutas negligentes ou desleais e, de outro, preservar a atuação do gestor de uma ingerência excessiva do órgão regulador. A meu ver, esse regime não impõe aos gestores um fardo exagerado, pois, em qualquer caso, competirá à acusação o ônus de trazer aos autos provas que sejam capazes de demonstrar, de maneira incontrovertida, a infração aos deveres fiduciários. E se as provas colhidas se basearem no insucesso dos investimentos escolhidos pelo gestor ou em um juízo subjetivo sobre a qualidade do seu trabalho, a acusação não deverá prosperar.

33. Assim, à luz dessas considerações, parece-me que nada há de extravagante na acusação ora em julgamento. A SIN concluiu, com base nas provas colhidas, que os Acusados agiram deliberadamente contra os interesses do Postalis ao promoverem a subscrição pelo Fundo Pacific das debêntures emitidas pelo ROPart. Se a acusação é procedente ou não, cuida-se de questão de mérito, que será analisada em seguida.

II – Do exame da conduta da BNY Gestora

II.1 – Incompatibilidade das características das debêntures com as condições usuais de mercado

34. Passo então ao exame da conduta da BNY Gestora por ocasião da decisão de subscrição das debêntures emitidas pela ROPart. Nesse tocante, o primeiro ponto destacado pela SIN diz respeito às características das debêntures subscritas pelo Fundo Pacific, as quais apresentavam uma relação de retorno financeiro sobre risco destoante daquela observada em ativos similares disponíveis no mercado. Nessa direção, com base nos dados divulgados pela ANBIMA, a acusação ressalta que, ao tempo dos fatos apurados neste processo, a remuneração fixa atrelada às debêntures, equivalente a IPCA + 6,5%, era inferior ao de outros títulos com prazo igual ou até mesmo menor.¹³ De outra parte, os títulos com remuneração

¹² PAS CVM RJ2005/8542, julg. 29.8.2006, trecho do voto da Dir. Rel. Pedro Marcilio Oliva de Souza.

¹³ Fls. 384, 385, 394 e 395.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

semelhante apresentavam prazo significativamente inferior ao das debêntures, que, como já mencionado, era de 15 anos.¹⁴

35. Ademais, a SIN critica o fato de o investimento ter sido realizado sem a prévia análise da capacidade de geração de caixa da emissora ROPart ou da Risk Office. Desse modo, não estava disponível qualquer elemento que permitisse avaliar objetivamente a capacidade de solvência da emissora nem o retorno financeiro que se poderia esperar da cláusula da escritura de emissão que previa, em alternativa aos juros de IPCA + 6,5%, remuneração variável correspondente a 10% da participação nos lucros da Risk Office.

36. Essa deficiência é destacada pelo estudo técnico, denominado “Relatório de análise da emissão da debênture RO Participações S.A.”, que a BNY Administradora elaborou, antes da efetivação da subscrição, a pedido da BNY Gestora. Nesse documento, a BNY Administradora declarou que a referida remuneração variável havia sido desconsiderada em sua análise em razão, justamente, da ausência de dados que permitissem estimar o fluxo de caixa esperado. Assim se lê no referido parecer:

“Observamos que nessa análise desconsideramos a parcela referente a participação de até 10% nos lucros da Risk Office dado que não nos foi apresentado uma previsão de fluxo de caixa que fundamente uma estimativa deste prêmio” (fls. 280).

37. A ausência da prévia análise dos fluxos de caixa também coloca em xeque as garantias constituídas em favor do Fundo Pacific, vez que baseadas, exclusivamente, na saúde financeira das sociedades envolvidas. De fato, o exame da capacidade da ROPart em gerar resultado é imprescindível para a avaliação da segurança creditícia efetivamente proporcionada pela alienação fiduciária em garantia constituída sobre as ações integrantes de seu capital social. Do mesmo modo, a cessão fiduciária de créditos depende, fundamentalmente, do exame da estimação do fluxo de dividendos que a ROPart poderia esperar receber da Risk Office.

38. Os Acusados, contudo, sustentam que as condições de risco e retorno financeiro das debêntures estavam em sintonia com as de ativos similares disponíveis no mercado. Em relação ao vencimento de 15 (quinze) anos, alegam que 34,7% das debêntures emitidas entre

¹⁴ Fls. 385 e 386.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

1.10.2012 e 30.10.2012 tiveram prazo médio de vencimento igual ou superior a 10 anos. Quanto à remuneração, afirmam que a taxa de juros estipulada, equivalente a 6,5% mais IPCA, estava próxima à média praticada no mercado à época, que era de 6,89%.

39. O argumento, porém, não procede. Não se pode avaliar o retorno financeiro atrelado ao título separadamente do seu **duration**. Ao contrário, o que importa é relação entre esses dois fatores, pois, como todos sabem, a remuneração ajustada no instrumento deve ser compatível com o seu nível de risco, o qual aumenta conforme o alongamento dos prazos de pagamento das prestações devidas.

40. Nesse tocante, portanto, a análise desenvolvida pela SIN não merece reparos. Como já exposto, as debêntures emitidas pela ROPart pagavam juros inferiores aos observados em títulos com prazo semelhante disponíveis no mercado. Significa dizer, por outras palavras, que, ao realizar o investimento, o Fundo Pacific passou a correr, injustificadamente, riscos que não foram devidamente remunerados.

41. Ainda esse respeito, os Acusados apresentam três argumentos adicionais. O primeiro é que a avaliação do retorno financeiro das debêntures não poderia ser feita sem levar em conta também a remuneração variável, equivalente a 10% da participação da emissora nos lucros da Risk Office. No entanto, quanto a esse ponto, já foi visto que essa remuneração variável era desprovida de substância econômica, uma vez que não estava amparada em qualquer análise quanto à estimativa de geração de caixa por parte da referida sociedade. Desse modo, não era dado à BNY Gestora avaliar se a Risk Office teria capacidade de gerar resultado em montante suficiente para compensar o risco incorrido em razão do prazo longo da dívida. A falta dessa evidência, repita-se, levou à BNY Administração a desconsiderá-la no seu estudo técnico sobre o investimento.

42. O segundo é que a decisão de investimento foi baseada em relatório de **rating**, que atribuiu às debêntures a nota “A-”. No entanto, as provas dos autos tornam incontestes que o argumento não é verdadeiro, pois a classificação de risco, a que se refere a defesa, foi elaborada em março de 2013, conforme se verifica das fls. 80 a 87, ou seja, meses depois de a subscrição ter sido efetuada. Aliás, o acima mencionado “Relatório de análise da emissão da debênture RO Participações S.A.”, preparado pela BNY Administração previamente à tomada de decisão, destacava a ausência de **rating** a respeito da emissão (fls. 283).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

43. Sendo posterior à operação, o mencionado relatório de **rating** é indiferente para a análise do processo de decisão de investimento. É irrelevante, em outras palavras, para avaliar se, conforme sustenta a acusação, a BNY Gestora faltou com seus deveres fiduciários ao subscrever, em nome do Fundo Pacific, as referidas debêntures.

44. Nada obstante, vale observar que o relatório contém erros grosseiros, que colocam em xeque a sua credibilidade. Em particular, o relatório mencionava a existência de garantia fidejussória vinculada às debêntures, descrita como “aval dos sócios controladores da ROPart e acionistas garantidores nos termos da Escritura”.

45. No entanto, tal garantia não existia, como reconhecido pela própria emissora, em manifestação dirigida à CVM em 6.5.2014,¹⁵ com o seguinte teor:

“Ainda que conste no Relatório Definitivo de Rating elaborado pela LFRating a existência de aval pelos sócios controladores, a estrutura de garantia da emissão de debêntures é consubstanciada nos instrumentos disponibilizados no item 5 acima e não contempla aval pelos sócios controladores da ROPart”

46. Cuida-se, portanto, de informação inverídica, destinada a revestir o crédito de aparente robustez, elevando, indevidamente, a classificação de risco. Aliás, no relatório de revisão de **rating** emitido em 29.5.2014 (fls. 213 a 226), que rebaixou as debêntures para “BB”,¹⁶ a menção à suposta garantia pessoal foi suprimida.

47. Outro argumento diz respeito ao fato de a decisão de investimento não se pautar apenas na análise do risco e do retorno financeiro do título, já que a relação risco/retorno representa apenas um dos critérios a serem adotados nas decisões de investimento em títulos de crédito privado. A defesa sustenta que tal critério não pode ser determinante para realização de uma operação, pois, desta forma, apenas os ativos com as melhores taxas poderiam ser negociados, tornando todos os demais ilíquidos.

48. Ao menos em tese, o argumento parece fazer algum sentido, mas, no presente caso, não passa de alegação vazia. Afinal, os Acusados não souberam apresentar qualquer

¹⁵ Em resposta ao Ofício CVM/SFI/GFE-1/Nº017/2014 (fls. 190).

¹⁶ De acordo com o relatório de revisão, a nota “BB” corresponde às “operações estruturadas que apresentam ativos subjacentes com garantias primárias, secundárias e terciárias com probabilidades de realização em valor menor que o valor do principal corrigido, acrescido dos juros. Risco de inadimplência possível” (fls. 213 a 226).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

justificativa plausível para a aquisição das debêntures emitidas pela ROPart, que pudesse superar os diversos inconvenientes desse investimento. Os Acusados se atêm a sustentar que, do ponto de vista financeiro, a subscrição era interessante para o Fundo Pacific, mas, pelas razões já apontadas, essa alegação não procede, já que, em verdade, as debêntures apresentavam características fora das condições usuais de mercado, que fizeram o Fundo Pacific incorrer riscos desnecessários, que não foram devidamente remunerados.

49. Por fim, a defesa argumenta que a área técnica teria analisado a operação à luz dos procedimentos estabelecidos no Ofício-Circular CVM/SIN nº 06/2014, os quais, contudo, são posteriores à aquisição das debêntures da ROPart.

50. Ocorre que tal Ofício não trouxe qualquer nova obrigação ao gestor, tendo sido mencionado apenas para ilustrar os cuidados recomendados na aquisição de títulos de crédito privados. Assim se lê na conclusão do Termo de Acusação:

“Em que pese o OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 6/2014 (fls. 267-280), acima citado, ser posterior à operação aqui analisada, sua edição não teve o intuito de, e nem poderia, criar regras, mas sim esclarecer quais os procedimentos mínimos que exemplificavam as formas de cumprimento do dever de diligência disposto no art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409.”

51. Vale dizer, portanto, que a Acusação não está baseada no descumprimento das orientações contidas no referido Ofício. Encontra-se, ao reverso, amparada nas diversas evidências de que nenhuma diligência foi realizada pelos Acusados para verificar a adequação entre o retorno financeiro e o perfil de risco das debêntures, considerando, inclusive, os demais títulos disponíveis para investimento no mercado. Trata-se de conduta sabidamente reprovável, que, por evidente, não exigia qualquer orientação prévia por parte desta autarquia.

II.2 Custos de emissão exorbitantes

52. Outro aspecto da operação que, segundo a acusação, foi ignorado pela BNY Gestora, apesar de ser problemático, diz respeito ao suposto vulto dos custos de emissão. Dos R\$ 72.000.000,00 (setenta e dois milhões de reais) desembolsados pelo Fundo Pacific somente R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais) foram efetivamente destinados à subscrição das debêntures e, por consequência, ao objetivo do financiamento, que, como mencionado, era a aquisição de 30% da Risk Office.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

53. Conforme estabelecido na Cláusula 3.5. da escritura de emissão das debêntures, os R\$ 12.000.000,00 (doze milhões de reais) restantes foram destinados ao pagamento dos custos de emissão, que incluíam, entre outras despesas, o pagamento de consultorias. Assim se lê na referida Cláusula (fls. 42):

“3.5.1. Os recursos captados por meio da Oferta Restrita serão empregados da seguinte forma: (i) um montante equivalente a R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais) será aplicado, imediatamente quando da subscrição e integralização das Debêntures, na subscrição de ações emitidas pelo Risk Office, equivalentes a 30% (trinta por cento) de seu capital social total pós-investimento e (ii) um montante equivalente a até R\$ 12.000.000,00 (doze milhões de reais) será destinado ao pagamento das despesas incorridas com a contratação de consultorias e demais custos incorridos com a presente emissão”.

54. Quando instada a se manifestar, a emissora esclareceu que, em verdade, os custos atingiram o montante total de R\$ 13.181.741, equivalente a 18% do valor total da operação, dos quais R\$ 11.536.000 foram destinados ao pagamento de consultorias (fls. 193 a 197).

55. Por sua vez, a equipe de inspeção da CVM procedeu à comparação desses custos com aqueles usualmente observados em outras distribuições públicas de debêntures, tendo elaborado, para esse fim, o seguinte quadro:

Debêntures	Data de emissão	Total da emissão (R\$)	Custo da emissão (R\$)	% em relação ao valor total da emissão
Companhia de Telecomunicações do Brasil Central – Algar Telecom	15.09.12	293.985.000,00	4.436.973,11 ¹⁷	1,51
Concessionária Auto Raposo Tavares S.A.	15.12.12	750.000.000,00	63.875.234,00 ¹⁸	8,52
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A.	15.10.12	2.160.000.000,00	2.954.450,56	0,14

56. Em vista disso, a acusação concluiu que os custos incorridos na emissão das debêntures subscritas pelo Fundo Pacific eram exorbitantes quando comparados à média de mercado, que variava em torno de 0,14% e 8,52%, já considerando a remuneração variável

¹⁷ Dos R\$ 4.436.973,11 do custo de emissão, R\$ 1.723.828,00 são devidos à Comissão de Sucesso que, conforme definido no prospecto, foi calculada em função da diferença entre a Taxa Teto das Debêntures e a Taxa Efetiva das Debêntures definida no Procedimento de **Bookbuilding**.

¹⁸ Dos R\$ 63.875.234,00 do custo de emissão, R\$ 52.215.714,00 são devidos à Comissão de Sucesso que, conforme definido no prospecto, foi calculada com base no valor presente da economia gerada à Emissora pela redução das taxas de remuneração das Debêntures, calculada sobre a diferença entre a taxa final de remuneração aprovada no Procedimento de **Bookbuilding** em relação à taxa máxima aprovada em AGE.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

(comissão de sucesso). A discrepância, em realidade, seria ainda maior, visto que as debêntures emitidas pela ROPart foram ofertadas com esforços restritos de distribuição, nos termos da Instrução CVM nº 476/2009, enquanto as demais ofertas de debêntures, que serviram de comparação, foram distribuídas nos termos da Instrução CVM nº 400/2003, a qual, como se sabe, impõe custos de emissão mais elevados.

57. Os Acusados, porém, refutam a análise desenvolvida pela acusação. Alegam, em sentido diverso, que os custos somavam apenas R\$ 4.018.957,00, uma vez que a verba de R\$ 9.081.043,00 tinha natureza diversa, destinando-se ao pagamento de consultorias contratadas para auxiliar na aquisição, pela Risk Office, das duas sociedades concorrentes. Desse modo, os custos corresponderiam a 5,58% do valor total da operação, situando-se, portanto, dentro da média de mercado.

58. O argumento, contudo, não se mostra suficiente para afastar o mérito da acusação. Em primeiro lugar, convém observar que a aludida Cláusula 3.5, ao se referir às “despesas incorridas com a contratação de consultorias e demais custos incorridos com a presente Emissão” (grifou-se), confirma o entendimento da acusação de que as despesas com consultorias tinham natureza de custo de emissão.

59. De todo modo, ainda que se acolha o argumento de defesa de que a comparação realizada pela SFI não procede, por não serem as despesas de consultoria espécie de custo de distribuição, a referida Cláusula 3.5 permaneceria sendo absolutamente extravagante, pois estaria a introduzir um *tertium genus* de recursos levantados na oferta, que não seriam destinados à emissora nem constituíram custos da operação.

60. De duas uma: ou as despesas de consultoria se incluem entre os custos de emissão e, nesse caso, o montante total se mostra absolutamente exorbitante, ou traduzem uma forma exótica de destinação dos recursos da oferta. De um jeito ou de outro, a Cláusula foge completamente das práticas usuais de mercado e, por consequência, era mais um sinal de alerta quanto à higidez da operação.

61. Desse modo, ao examinar a escritura de emissão de debêntures e deparar-se com essa singular disposição contratual, a BNY Gestora deveria, em cumprimento aos seus deveres



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

fiduciários, ter aprofundado a sua análise e adotado providências adicionais de modo a se assegurar que aquelas despesas, de fato, se justificavam.

62. Caso tivesse agido dessa maneira, a BNY Gestora teria, sem maiores dificuldades, identificado que as firmas de consultoria eram pessoas relacionadas a A.M.P.M, diretor e sócio da ROPart, titular de 50% do seu capital social (fls. 198 a 203). Com efeito, a Credpag Consultoria e Serviços Financeiros Ltda., que embolsou R\$ 2.500.000 (dois milhões e quinhentos mil reais) dos recursos do Fundo Pacific, tinha por sócio M.O.L.F, o qual, a seu turno, era diretor da Alubam Participações S.A., cujo diretor presidente era, justamente, A.M.P.M.

63. Por sua vez, a Laber Serviços Empresariais Ltda. (“Laber”), que recebeu R\$ 2.636.000 (dois milhões e seiscentos e trinta e seis mil reais), tinha por sócio administrador A.L., que também era sócio de A.M.P.M na Genève Investimentos Ltda., sociedade que, em 27.6.2013, se tornaria titular da totalidade das ações de emissão da ROPart (fls. 125).

64. Todas essas evidências, em suma, justificariam a adoção de cuidados redobrados por parte da BNY Gestora, que, antes de subscrever as debêntures, deveria ter se certificado que os trabalhos de consultoria, assim como a escolha das firmas contratadas, eram justificados. Somente dessa maneira a BNY Gestora teria se desincumbindo do dever de zelar pela proteção dos recursos financeiros que lhe foram confiados pelo Postalís.

65. No entanto, a BNY Gestora seguiu em frente com a subscrição sem adotar providência alguma sobre as despesas de consultoria previstas na Cláusula 3.5 da escritura de emissão, não obstante, como já exposto, o caráter atípico dessa condição contratual.

II.3 Desconsideração do estudo técnico emitido pela BNY Administradora

66. De outra parte, a Acusação critica o fato de a BNY Gestora ter decidido subscrever as debêntures, contrariamente à recomendação manifestada pela BNY Administradora no já mencionado “Relatório de análise da emissão da debênture RO Participações S.A.”. Tal estudo foi recebido pela Gestora em 26.10.2012 (fls. 280 a 283), antes de efetivada a subscrição, contendo conclusão desfavorável ao investimento. Assim se lê no referido documento:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

“Entendemos que a taxa de emissão do título analisado não encontra-se nos patamares de risco encontrados no mercado para o prazo em questão. A empresa RiskOffice (Investimento da RO Participações) por se tratar de uma empresa de serviços e portanto sem ativos reais que garantam a operação possui risco relativamente maior que as emissões utilizadas como referência e descritas acima. Observamos que nessa análise desconsideramos a parcela referente a participação de até 10% nos lucros da RiskOffice dado que não nos foi apresentado uma previsão de fluxo de caixa que fundamente uma estimativa deste prêmio” (fls. 283).

67. Ademais, ao encaminhar o estudo a José Carlos, diretor responsável da BNY Gestora, a equipe da BNY Administradora enfatizou que: “a conclusão da área de crédito é que a taxa de emissão de 6,5% não é compatível com as características do título. Dado que não temos nenhuma informação sobre a situação financeira da Risk Office (ativo objeto) fizemos uma análise comparativa com as taxas de negociação divulgadas hoje na ANBIMA”.

68. Ou seja, previamente à subscrição, a Administradora já havia identificado, tempestivamente, o problema que viria a ser confirmado pela análise da CVM no curso deste processo, qual seja, que as debêntures emitidas pela ROPart ofereciam remuneração incompatível com o seu perfil de risco, destoando, portanto, das condições usuais de mercado. Em outras palavras, a Administradora havia alertado, de forma clara e direta, que o investimento, se efetivado, seria contrário aos interesses do cotista da Postalís.

69. Nada obstante, conforme declaração prestada aos autos pela BNY Gestora (fls. 314), o parecer da Administradora foi desconsiderado e, contrariamente à recomendação ali contida, o investimento foi consumado.

70. Cuida-se, a meu ver, de fato que se reveste de especial gravidade, uma vez que revela que a BNY Gestora estava plenamente informada das razões técnicas que desaconselhavam a subscrição das debêntures pelo Fundo Pacific. A decisão de investimento, portanto, foi um ato consciente e deliberado.

71. Nessa mesma direção, cumpre sublinhar outro ponto relevante da comunicação enviada pela BNY Administradora. Refiro-me aos destaques, contidos tanto no corpo da mensagem como no estudo técnico, acerca da ausência de informação sobre a situação financeira da Risk Office, o que, como já dito neste voto, inviabilizava a análise técnica da solvência da emissora, da remuneração variável e das garantias previstas na escritura. Tal fato



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

evidencia, uma vez mais, que a BNY Gestora decidiu realizar o investimento, muito embora estivesse ciente de que faltavam informações imprescindíveis para a avaliação séria e adequada das características das debêntures de emissão da ROPart.

72. Em sua defesa, o diretor responsável da BNY Gestora, José Carlos, alega que, ao examinar o referido relatório produzido pela BNY Administradora, percebeu omissão importante, já que desconsiderava a parcela de remuneração referente à participação de até 10% (dez por cento) nos lucros da Risk Office. Por essa razão, recomendou a sua revisão. A nova versão do parecer teria amparado a subscrição de debêntures, uma vez que havia alcançado conclusão diversa, favorável à subscrição das debêntures.

73. No entanto, a afirmação não condiz com a verdade. As provas dos autos demonstram que o segundo relatório, a que se refere o acusado, foi maquinado tempos depois da subscrição, com o objetivo de revestir a operação de aparente legitimidade, diante dos questionamentos que passaram a ser suscitados pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (“PREVIC”), que havia instaurado procedimento administrativo para averiguar os investimentos realizados com recursos do Postalís.

74. Assim, segundo a cronologia dos fatos, o Postalís solicitou, em 17.9.2013, esclarecimentos acerca da viabilidade financeira do investimento relativo à subscrição das debêntures emitidas pela ROPart (fls. 314). Em resposta, a BNY Ativos encaminhou ao Postalís quadro com análise e condições do mercado. (fls. 327 e 328). Nova solicitação foi feita em 10.10.2013, por meio da remessa à BNY Gestora de requisição de informações proveniente da PREVIC (fls. 314). Nesse momento surge o aludido relatório, tendo sido enviado pela Gestora em 31.10.2013, em resposta à demanda proveniente do Postalís (fls. 314).¹⁹

75. A esse respeito, em manifestação dirigida à CVM, a BNY Gestora reconheceu que “o referido relatório foi elaborado pelo BNY Mellon Ativos em outubro de 2013 [...]. Este relatório foi elaborado em resposta a um questionamento que recebemos do cotista do Fundo”

¹⁹ De acordo com a BNY Mellon, o “Relatório de Análise da Emissão da Debênture da RO Participações S.A.” enviado em 31.10.2013 é bastante semelhante ao encaminhado em 7.10.2013, também contendo conclusão favorável à aquisição das Debêntures, com a adição de algumas pequenas modificações de redação e a inclusão de assinatura de procuradores do BNY Mellon Ativos (fls. 315). A BNY Gestora classificou o relatório de 31.10.2013 como versão final (fls. 362).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

(fls. 183). Tal fato foi confirmado também pelo **Chief Operating Officer** da BNY Administradora em depoimento prestado a esta Autarquia.²⁰

76. Ademais, quando confrontado com a versão original, o segundo relatório apresenta equívocos graves e flagrantes. Assim, constata-se que a nova conclusão, favorável à subscrição das debêntures, foi justificada na avaliação positiva da remuneração variável, baseada no resultado financeiro da Risk Office. Nesse sentido, lê-se ao final do estudo que:

“considerando as taxas de mercado analisadas (e spread de risco acima da NTN) e o **upside** proporcionado pela participação de até 10% nos lucros da Empresa, concluímos que a emissão em questão está compatível com o risco da operação”.

77. No entanto, assim como a primeira versão, o segundo relatório não continha a análise de qualquer dado financeiro da Risk Office que permitisse avaliar a sua capacidade de geração de caixa. Ou seja, o alegado “**upside**” atribuído à remuneração variável não estava amparado em qualquer análise técnica, de modo que não havia fundamento para a alteração da conclusão.

78. De outra parte, verifica-se, na segunda versão do relatório, a menção a uma suposta garantia fidejussória vinculada às debêntures, descrita como “aval dos sócios controladores da emissora”. No entanto, como já se disse neste voto, tal garantia sequer existia.

79. Feitos tais esclarecimentos, conclui-se, portanto, que o segundo relatório foi elaborado em momento posterior à subscrição das debêntures, sendo, por isso mesmo, irrelevante para o exame da conduta dos Acusados ao longo do processo decisório que culminou na realização do investimento. Em realidade, se há alguma coisa que esse relatório evidencia é a tentativa maliciosa da BNY Gestora e de seu diretor responsável de induzir em erro o órgão fiscalizador das entidades fechadas de previdência complementar, por meio do fornecimento de informações falsas e inconsistentes, destinadas a dissimular as irregularidades que cercaram a decisão de aplicar parte substancial dos recursos do Fundo Pacific na subscrição das debêntures emitidas pela ROpart.

II.4 Infração ao dever de lealdade pela BNY Gestora

²⁰ Declaração de S.L.B.B., C.O.O. da BNY Administradora, em depoimento datado de 27.6.2014 (fls. 205 e 206).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

80. Em suma, à luz de tudo quanto se disse acima, constata-se que a decisão de investimento foi marcada por vícios graves e flagrantes. Com efeito, a incompatibilidade das debêntures com as condições usuais de mercado, o caráter exótico da cláusula que destinava recursos da oferta à contratação de consultores relacionados à emissora, a ausência de análise técnica da solvência da emissora, das garantias constituídas e da remuneração variável baseada na participação nos lucros da Risk office, a falta de prévia classificação de risco dos títulos e, enfim, a desconsideração do estudo da BNY Administração com conclusão desfavorável à realização da operação, evidenciam que a subscrição das debêntures resultou de um processo decisório incompatível com os deveres fiduciários que, nos termos da regulamentação vigente, vinculavam o gestor ao cotista do fundo.

81. Mais precisamente, o conjunto de provas dos autos – e notadamente o fato de o estudo da BNY Administradora ter emitido parecer contrário à operação – demonstra que a Gestora tinha pleno conhecimento de que o investimento, se efetivado, seria contrário aos interesses do cotista Postalis. Disso decorre que a decisão de investir foi um ato consciente e deliberado, que configura, em linha com o exposto na acusação, infração ao dever de lealdade, a que se refere o art. 65-A da Instrução CVM nº 409, de 2004, vigente à época dos fatos.

82. Nesse tocante, não merece prosperar a alegação da defesa de que não se poderia caracterizar a violação ao dever de lealdade, uma vez que não haveria, neste caso, prova de que o investimento realizado (i) tenha privilegiado interesse particular da Gestora ou de terceiro em detrimento do Fundo, nem que (ii) tenha causado prejuízo ao cotista Postalis.

83. Os argumentos carecem de fundamento jurídico. Nos termos da regulamentação vigente, o ato desleal, em oposição à falta de diligência, que se associa à culpa em sentido estrito, supõe ação ou omissão dolosa do gestor ou administrador, que atua deliberadamente em detrimento dos interesses dos cotistas. É verdade que dessa conduta intencional pode resultar, em certos casos, vantagem indevida para o infrator ou terceiro, mas esse resultado é meramente acidental e eventual, vez que não integra o tipo correspondente à infração.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

84. Do mesmo modo, a regulamentação da CVM não exige a prova do dano e de sua extensão para a configuração da deslealdade do gestor ou administrador.²¹ Vale aqui lembrar que, neste julgamento, apura-se a responsabilidade administrativa dos Acusados, a qual, diferentemente da responsabilidade civil, não tem por finalidade a reparação de prejuízos. Em vez disso, destina-se a reprimir condutas desviantes das normas que regem o funcionamento do mercado de valores mobiliários. Por isso, e ressalvadas situações específicas, as infrações administrativas não supõem a produção de dano.

85. De todo modo, diferentemente do alegado pela defesa, verifica-se, a partir dos elementos constantes dos autos, que a subscrição das debêntures emitidas pela ROPart ocasionou prejuízos ao cotista Postalís. Isto porque os títulos foram adquiridos em 28.11.2012 por R\$ 72.000.000,00 (setenta e dois milhões de reais) e mantidos na carteira do Fundo Pacific sem fazer jus a qualquer remuneração até 8.7.2014, quando foram resgatados por R\$ 69.803.296,02 (sessenta e nove milhões, oitocentos e três mil, duzentos e noventa e seis reais, e dois centavos). Constata-se, portanto, que o investimento resultou em perda patrimonial equivalente a R\$ 2.196.703,98 (dois milhões, cento e noventa e seis mil, setecentos e três reais, e noventa e oito centavos).²²

86. Em suma, por todo o exposto, entendo que a decisão de aplicar os recursos do Fundo Pacific na subscrição das debêntures emitidas pela ROPart constitui violação ao dever de lealdade por parte da BNY Gestora, em infração ao disposto no art. 65-A da Instrução CVM nº 409, de 2004, vigente à época dos fatos.

III - Da responsabilidade do diretor responsável

87. Além da BNY Gestora, também deve ser responsabilizado o diretor responsável, nos termos do art. 7º, II, da Instrução CVM nº 306, de 1999, pela atividade de administração de carteira da instituição. À época dos fatos, tal cargo era ocupado pelo acusado José Carlos.

²¹ Diga-se por oportuno que, também no âmbito do direito das companhias, prevalece o entendimento de que o ato desleal do administrador prescinde, para sua configuração, a produção de dano: “O art. 155 da Lei nº 6.404/76 não reclama, para a caracterização de violação ao dever de lealdade, a superveniência de prejuízo, elemento este que não integra o tipo em questão, conforme se verifica da leitura de seus dispositivos”. PAS CVM 01/2009, julg. 2.6.2015, trecho do voto do Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

²² Equivalente a R\$ 2.778.453,36, quando atualizado pelo IGP-M no período compreendido entre agosto de 2014 e junho de 2018. IGP-M obtido na ferramenta calculadora do cidadão, disponível em <http://www.bcb.gov.br>.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

88. O defendente, contudo, contesta a sua responsabilidade pessoal sob a alegação de que os atos praticados pela BNY Gestora somente poderiam ser imputados à própria pessoa jurídica. Argumenta, ademais, que a acusação não teria conseguido apontar uma conduta específica e culposa da sua parte, de modo que não se poderia admitir, em sede administrativa, a responsabilidade objetiva e solidária por decisões tomadas pela sociedade gestora.

89. O argumento, contudo, não procede. Ao assumir o cargo na BNY Gestora, José Carlos tinha plena ciência do regime jurídico a que se submetia. A Instrução CVM nº 306, editada há quase vinte anos, exigia de cada gestora a nomeação de um diretor encarregado de zelar pelo cumprimento da legislação e do regulamento dos fundos.²³ Cuida-se de uma característica estruturante da regulação da indústria de administração de carteiras, plenamente conhecida de todos os seus participantes.

90. Como este Colegiado já teve a oportunidade de esclarecer em julgamento realizado em 9.8.2011:

“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”.²⁴

91. Em outra oportunidade, destacou-se na mesma direção que:

“12. A nomeação de um diretor responsável perante a CVM é um mecanismo cuja finalidade é a criação de um núcleo de imputabilidade nos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários. Aos diretores é atribuída a qualidade de centros de imputação de responsabilidade. Esses diretores têm plena ciência desta qualidade quando assumem os respectivos cargos. Trata-se de uma estratégia regulatória legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas desses prestadores de serviços, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, provenientes da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição”.²⁵

²³ Tal exigência encontra-se atualmente prevista na Instrução CVM nº 558/2015.

²⁴ PAS CVM RJ2010/9129, julg. 9.8.2011, trecho do voto do Dir. Rel. Otavio Yazbek.

²⁵ PAS CVM 08/2004, julg. 6.12.2012, trecho do voto da Dir. Rel. Luciana Dias.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

92. Diferentemente do alegado pela defesa, a responsabilidade do diretor responsável não é objetiva nem solidária ao da sociedade gestora. Ao reverso, afigura-se pessoal e subjetiva, pois o diretor responde apenas nos limites da sua culpa, não sendo passível de punição caso reste demonstrado nos autos que tenha adotado as providências cabíveis para evitar a produção da irregularidade. Nessa direção, confira-se a decisão abaixo transcrita:

“[...] como diretor responsável, pessoa que existe na regulamentação exatamente para assegurar em nome da pessoa jurídica, que evidentemente não tem vontades, que as normas aplicáveis sejam por ela respeitadas, o diretor responsável só poderia ser eximido de culpa no caso em que ficasse demonstrado que ele tomou cuidados e providências para garantir o cumprimento dessas obrigações, que apesar de sua atuação não teriam sido seguidas.”²⁶

93. No mesmo sentido, posicionou-se este Colegiado no julgamento do já mencionado PAS 08/2004, como se vê do seguinte trecho do voto da Relatora:

“13. A responsabilização dos centros de imputação muitas vezes prescinde da individualização específica da conduta. Essa estratégia, porém, 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 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.”

94. No caso ora em apreço, abundam as provas acerca da participação direta de José Carlos na decisão de subscrever, com os recursos do Fundo Pacific, as debêntures emitidas pela ROPart, a despeito das evidências que indicavam que, se efetivada, a operação seria contrária aos interesses do Postalis.

95. O próprio acusado admitiu, em sua defesa, que atuava de forma ativa no acompanhamento das carteiras dos veículos de investimento do Postalis, dada a importância comercial da fundação para o Grupo BNY.²⁷ Também reconheceu que teve acesso ao

²⁶ PAS CVM RJ2005/8510, julg. 4.4.2007, trecho do voto da Dir. Rel. Maria Helena Santana.

²⁷ José Carlos afirma em sua defesa que “O Postalis, à época dos fatos tratados no presente Processo Administrativo, era o principal cliente da BNY Mellon em termos de geração de receita para a empresa e, por isso, o Requerente participava mais ativamente nas aplicações realizadas por seus veículos de investimento” (fls. 449).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

conteúdo do “Relatório de análise da emissão da debênture RO Participações S.A.”, que, como já mencionado neste voto, continha recomendação desfavorável à realização da subscrição.

96. De acordo com manifestação da Gestora e da Administradora,²⁸ “(...) José Carlos de Oliveira, desconsiderando a referida recomendação, tomou a decisão que fez com que o Pacific adquirisse as Debêntures em 28.11.2012”. Em outro trecho de sua manifestação, a BNY Mellon afirma que “é incontroverso que a decisão final a favor da aquisição das Debêntures pelo Pacific foi tomada pelo Sr. José Carlos de Oliveira (...)”.

97. O próprio José Carlos afirmou em seu depoimento²⁹ que: “[as oportunidades de investimento] eram submetidos à área técnica da [BNY] Administradora para estudo e elaboração de relatório que suportasse a decisão de investimento” e que “após análise do material produzido pela área técnica, a decisão final para a aquisição dos ativos era sua”.

98. A esse respeito, a BNY Gestora esclareceu que “a decisão a favor da compra da Debênture foi tomada pelo Sr. José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, diretor responsável pela BNY Mellon Ativos, em novembro de 2012” (fls. 362).

99. Sendo assim, tem-se nos autos conjunto probatório robusto, que permite concluir que José Carlos tinha pleno conhecimento de que:

- (i) as debêntures ofereciam remuneração abaixo das condições de mercado;
- (ii) não havia dados disponíveis para avaliar a solvência da emissora, as garantias fiduciárias vinculadas às debêntures e a remuneração variável baseada na participação nos lucros da Risk Office;
- (iii) não havia relatório de **rating** dos riscos de títulos; e
- (iv) a equipe técnica da BNY Administradora havia emitido parecer contrário à realização da operação, por entender que as debêntures não ofereciam remuneração compatível com o seu perfil de risco.

²⁸ Manifestação prévia no âmbito do Processo CVM nº RJ2014/923, em resposta aos Ofícios nºs 858 e 859/2015/CVM/SIN/GIA (fls. 311 a 320).

²⁹ Termo de Declarações de 24.7.2014 (fls. 207 a 209).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

100. E a despeito disso tudo, José Carlos consentiu com a aplicação de parte substancial dos recursos do Fundo Pacific na subscrição das debêntures. A meu ver, resta claro que o acusado agiu de maneira consciente e deliberada contra os interesses do Postalis, faltando com a lealdade devida ao cotista.

IV – Da responsabilidade da BNY Administradora

101. Passo, enfim, à análise da acusação formulada em face de BNY Administradora. De acordo com a SIN, a instituição não teria agido de forma diligente na administração do Fundo Pacific, uma vez que teria deixado de adotar medidas adicionais para verificar se a decisão de adquirir as debêntures da ROPart estava embasada em critérios técnicos.

102. No entanto, a acusação não indica quais seriam essas medidas e, após refletir sobre o caso, também não consegui identificar a suposta omissão que se procura atribuir à BNY Administradora. Note-se que a Administradora procedeu à análise técnica do investimento, elaborando o já referido relatório, muito embora não estivesse obrigada a tanto nos termos da regulamentação então vigente, o que me parece ser uma demonstração de diligência. Como se sabe, a recomendação contida nesse estudo, contrária à realização do investimento, não foi acatada, mas tal fato somente pode ser imputado à BNY Gestora e ao seu diretor responsável, a quem havia sido confiada a gestão da carteira do Fundo Pacific.

103. Em definitivo, e considerando os limites das atividades inerentes à função de administração fiduciária, entendo que, no caso em apreço, a BNY Administradora não deixou de adotar alguma medida que se poderia considerar impositiva em razão do seu dever de diligência.

104. Não obstante, cumpre ressaltar, para fins de orientação ao mercado, que se fatos semelhantes aos apurados neste processo tivessem ocorrido já sob a égide da Instrução CVM nº 558/2015, caberia à instituição encarregada da administração do fundo comunicar tempestivamente à CVM os indícios de violação aos deveres fiduciários que haviam sido identificados, em cumprimento ao dever estabelecido no art. 16, VIII, da referida Instrução.³⁰

³⁰ “Art. 16. O administrador de carteira de valores mobiliários deve: (...) VIII – informar à CVM sempre que verifique, no exercício das suas atribuições, a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumbe à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 10 (dez) dias úteis da ocorrência ou identificação; (...)”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Tal dever, contudo, não se encontrava previsto na Instrução CVM nº 306, de 1999, que vigorava ao tempo dos fatos examinados nos autos deste processo.

105. Em suma, pelas razões expostas acima, entendo que a BNY Administradora e o seu diretor responsável José Carlos devem ser absolvidos da acusação de infração ao disposto no art. 65-A da Instrução 409, de 2004.

V – Das Conclusões

106. Passo, enfim, às conclusões do meu voto. As infrações cometidas pela BNY Gestora e por seu diretor responsável José Carlos são especialmente graves. A uma, porque a subscrição das debêntures emitidas pela ROPart envolveu volume significativo de recursos do Fundo Pacific, correspondentes a 60% do seu patrimônio líquido, tendo ocasionado prejuízos da ordem de dois milhões de reais.

107. A duas, porque ambos os acusados agiram contra os interesses do Postalis, atingindo, portanto, milhares de participantes dos planos administrados por aquela fundação. Ao agirem de maneira desleal na gestão do Fundo Pacific, os Acusados atentaram, a uma só tempo, contra a hígidez do mercado de valores mobiliários e a integridade do sistema previdenciário.

108. Há ainda uma terceira circunstância agravante. Como exposto neste voto, meses depois de efetuada a subscrição, foi elaborado pela BNY Gestora, a pedido do diretor responsável, um segundo relatório de análise das debêntures, que, diferentemente da versão original, continha conclusão favorável ao investimento. O documento, como visto, continha inconsistências e informações falsas, mas foi encaminhado à PREVIC. Além disso, José Carlos sustentou perante a CVM que esse segundo relatório já existia ao tempo da tomada de decisão de investimento, o que, contudo, não condiz com a verdade, conforme restou demonstrado nos autos.

109. Ou seja, o acusado simulou a existência de um parecer ao tempo da operação, que supostamente teria embasado a decisão de subscrever as debêntures, mas que, em realidade, foi fabricado *a posteriori* para induzir em erro os órgãos fiscalizadores. Cuida-se, a meu ver, de atitude especialmente reprovável, uma vez que destinada a dificultar a atuação dos órgãos de fiscalização, mediante a ocultação dos ilícitos cometidos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

110. Embora a BNY Gestora tenha participado da elaboração do segundo relatório, entendo que a sua penalidade não deve ser agravada por esse fato, uma vez que ela reconheceu que o documento havia sido preparado em 2013, tendo, assim, colaborado com as investigações da CVM.

111. Cumpre mencionar, por fim, que constam do histórico de José Carlos duas condenações definitivas, que, de modo semelhante ao observado no presente processo, foram motivadas por infrações aos deveres fiduciários estabelecidos no art. 65-A da Instrução CVM nº 409, de 2004.³¹ Como o trânsito em julgado de ambas ocorreu após os fatos apurados neste processo, não resta configurada a reincidência. No entanto, em linha com a jurisprudência dos tribunais superiores,³² as sanções sofridas serão consideradas na dosimetria da pena, uma vez que demonstram a propensão do acusado à reiterada violação da relação fiduciária com cotistas de fundos de investimento.

112. Assim, por todo o exposto, voto, com base no art. 11, IV, da Lei nº 6.385, de 1976, com a redação vigente à época dos fatos, pela inabilitação por 3 (três) anos de **José Carlos Lopes Xavier de Oliveira** para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários.

113. Quanto à dosimetria da penalidade a ser aplicada à BNY Gestora, convém observar, além das circunstâncias já indicadas acima, que a referida instituição obteve, em 19.7.2016, o cancelamento do seu registro de administrador de carteira junto à CVM, de modo que só se mostra pertinente, neste caso, a cominação de multa pecuniária. Nesse tocante, considerando

³¹ PAS CVM nº RJ2012/12201, julgado em 4.8.2015, tendo sido aplicada ao acusado multa no valor de R\$ 200.000,00, por infração aos artigos 65, XV, c/c o art. 65-A, I, e 88, §1º, da Instrução CVM nº 409/2004. A punição foi mantida, em segunda instância, na 397ª Sessão de Julgamento do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”), em 29.11.2016. A segunda condenação se deu no âmbito Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/04517, julgado em 17.12.2013, tendo sido cominada ao acusado multa no valor de R\$ 25.000,00, por infração aos arts. 65, inciso XV e 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004. Tal punição foi mantida em segunda instância, na 400ª Sessão de Julgamento do CRSFN, em 14.3.2017.

³² Tese de Repercussão Geral nº 129 do STF (Acórdão Paradigma nº RE 591.054/SC) “A existência de inquéritos policiais ou de ações penais sem trânsito em julgado não pode ser considerada como maus antecedentes para fins de dosimetria da pena”; Súmula nº 444 do STJ “É vedada a utilização de inquéritos policiais e ações penais em curso para agravar a pena-base. HC n. 274.280/SP, STJ. 6ª Turma, Min. Ericson Maranhão (Desembargador convocado do TJ/SP), DJe 19.02.2015) e AgRg no AREsp 363018 / SP, STJ. 5ª Turma, Min. Moura Ribeiro, DJe 21.02.2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

o porte da instituição à época dos fatos e considerando ainda, como exposto neste voto, que o Postalis era um dos seus maiores clientes, responsável por parte significativa de sua receita operacional, entendo que a multa deva ser definida em patamar suficiente para desestimular a prática de condutas semelhantes, de maneira a produzir o efeito pedagógico que dela se espera.

114. Assim, voto, com base no art. 11, II, e § 1º, II, da Lei nº 6.385, de 1976, com a redação vigente à época dos fatos, pela condenação de **BNY Administração de Ativos Ltda.** ao pagamento de penalidade pecuniária no montante de R\$ 7.200.000,00 (sete milhões e duzentos mil reais), equivalente a 10% do valor da operação irregular.

115. Voto, ainda, pelas razões expostos neste voto, pela absolvição de **BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.**, e de **José Carlos Lopes Xavier de Oliveira**, na qualidade de diretor responsável daquela instituição, da acusação de infração ao disposto no art. 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004.

116. Por fim, proponho que o resultado deste julgamento seja comunicado à Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro e à Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC, em complemento aos Ofícios CVM/SGE/Nº028/2015 (fls. 353) e CVM/SGE/Nº029/2015 (fls. 354), para adoção das providências que julgarem cabíveis no âmbito de suas respectivas competências.

É como voto.

Rio de Janeiro, 24 de julho de 2018.

Pablo Renteria

DIRETOR-RELATOR