



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 14/2013

(Processo Eletrônico SEI nº 19957.000671/2020-51)

Reg. Col. 0124/16

- Acusados:** Global Capital 2000 Administradora de Recursos Financeiros S.A.
Global Equity Administradora de Recursos S.A.
Carlos Valmer Pereira Thomé da Silva
Marco Antônio de Freitas Pinheiro
Onito Barnabé Barbosa Junior
Patrícia Araújo Branco
BRB DTVM S.A.
Flávio José Couri
Rogério Magalhães Nunes
- Assunto:** Apurar responsabilidades por eventuais irregularidades na gestão de fundos de investimento.
- Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado por SPS e PFE para apurar responsabilidades por eventuais irregularidades na captação de clientes, na colocação e na negociação de CCBs¹, por parte de sociedades de agentes autônomos de investimento (“AAIs”) e de outros integrantes do sistema de distribuição, e de aquisição de CCBs por parte de certos fundos de investimento, no período de 2006 a 2008. Concluídas as investigações, remanesceram dois conjuntos distintos de acusações, não correlacionados.
2. No primeiro, discute-se a não divulgação de conflitos de interesses relacionados à gestão de fundos de investimento, envolvendo aquisições de CCBs, quanto ao que a Acusação sustenta que devem ser responsabilizados os acusados Global Capital, Global Equity, Patrícia Branco, Onito Barbosa, Marco Pinheiro e Carlos Valmer.
3. No segundo, a Acusação atribui responsabilidade ao gestor de recursos por falta de cuidado e diligência, ao adquirir CCBs para a carteira de fundos geridos, quanto ao que a

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

acusação é formulada em face da BRB e seus diretores responsáveis pela administração de recursos de terceiros, Flávio Couri e Rogério Nunes.

4. Trata-se de acusações de naturezas distintas, formuladas contra pessoas diversas, que estão reunidas neste único PAS em razão de terem como origem a mesma investigação, mas serão analisadas separadamente neste voto, após o exame das preliminares suscitadas.

II. PRELIMINARES

II.1 Continência e *Bis in Idem*

5. A defesa conjunta de Global Capital, Global Equity, Patrícia Branco, Marco Pinheiro e Onito Barbosa alegou que há continência entre este PAS e o PAS CVM nº RJ2014/3161 e solicitou que fossem reunidos sob a mesma relatoria para tramitação conjunta.

6. Alega que, consoante o Código de Processo Civil, aplicável subsidiariamente ao processo administrativo, há continência entre duas ou mais ações quando houver identidade quanto às partes e à causa de pedir, mas o pedido de uma, por ser mais amplo, abrange o das demais², o que entende ocorrer neste caso.

7. Ao analisar a peça acusatória referente àquele processo³, verifico que não há identidade de acusados, mesmo se considerado apenas o primeiro conjunto de acusações, mas tão somente coincidência parcial, uma vez que há pessoas que figuram como acusados neste PAS CVM nº 14/2013 e não no PAS CVM nº RJ 2014/3161, e vice-versa. O mesmo pode se afirmar quanto ao objeto, cabendo apontar que naquele processo não foram apontados os conflitos de interesse decorrentes da atuação da Firma I, mas tão somente quanto à Firma P.

8. Assim, ainda que seja evidente a conexão entre os dois processos, como inclusive já foi reconhecido pela decisão do Colegiado que determinou a redistribuição deste PAS para minha relatoria⁴, não merece acolhida a preliminar de continência.

9. Passo, então, ao exame da alegação de que existe uma sobreposição de acusações nos dois processos com relação às Gestoras e à Patrícia Branco.

10. O Colegiado da CVM já se manifestou sobre o tema em diversas oportunidades⁵,

² Arts. 15 e 56 do CPC/2015 e art. 104 do CPC/1973.

³ Doc. SEI 0926969, fls. 7.324 a 7.358.

⁴ Reunião do Colegiado da CVM realizada em 06.01.2020.

⁵ Por exemplo, PAS CVM nº 02/2009, j. em 01.12.2010, Dir. Rel. Eli Loria; PAS CVM nº RJ2012/1670, j. em 29.07.2014, Dir. Rel. Luciana Dias; PAS CVM nº 04/2010, j. em 23.09.2014, Dir. Rel. Ana Novaes; PAS CVM nº 06/2012, j. em 20.08.2018, Dir. Rel. Gustavo Borba; e PAS CVM nº RJ2016/7961, j. em 30.01.2020, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

consolidando o entendimento de que a caracterização de duplicidade de acusações pressupõe a identidade de: (i) sujeitos; (ii) fatos; e (iii) fundamentos jurídicos.

11. Em ambos os PAS julgados nesta data, as Gestoras e Patrícia Branco foram acusadas de terem se omitido em revelar aos administradores e cotistas de fundos geridos conflitos de interesses existentes nas aquisições de CCBs. A identidade de sujeitos é evidente. Ainda que as capitulações propostas nas respectivas peças acusatórias não tenham sido idênticas⁶, também é possível constatar a identidade dos respectivos fundamentos jurídicos.

12. Todavia, os fatos considerados são diversos.

13. No termo de acusação apresentado pela SIN naquele PAS (“Termo de Acusação”), há uma clara delimitação temporal das operações realizadas por tais acusados (i.e. entre setembro de 2006 e maio de 2007⁷), observando-se que, na seção que tratou das operações que teriam gerado repasses à Firma P, foram listadas 11 aquisições de CCBs de emissão da CELG entre **22.09.2006 e 20.03.2007**.

14. Já no Relatório de Inquérito elaborado pela Acusação neste PAS, que é posterior ao Termo de Acusação, há referência expressa ao que foi aqui excluído por já ter sido objeto da acusação formulada pela SIN, a saber:

76. Do total de R\$ 837.251.550,86 gastos pelos investidores nas CCBs objeto deste IA (vide parágrafo 32 retro), R\$ 106.217.200,08 **não serão abordados** por se referirem a investimentos realizados pelos fundos FIM CELOS – Crédito Privado (CNPJ 05.362.601/0001-68); GLOBALCAPITAL Crédito Privado FIRF (CNPJ 07.996.510/0001-00); GLOBALVEST LONG TERM FIF que mais tarde teve sua denominação social alterada para UNICRED LONG TERM Crédito Privado FIM (CNPJ 06.290.634/0001-02); INFRAPREV GLOBAL CAPITAL GREEN – Crédito Privado – FIRF (CNPJ 05.362.674/0001-50) e UNICRED - MG Crédito Privado FIM (CNPJ 06.032.777/0001-14), **entre setembro de 2006 e maio de 2007⁸**, cujos negócios, relacionados às fls. 7096, **foram objeto de acusação formulada nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ/2014-3161.** (destaques não originais)

15. Com efeito, nos trechos do Relatório de Inquérito em que foram abordados os alegados conflitos de interesses em aquisições de CCBs pelas Gestoras para a carteira de fundos

⁶ Enquanto no PAS CVM nº RJ2014/3161 as imputações foram de infração ao disposto no art. 65-A, I da ICVM nº 409/2004, neste PAS a Acusação aponta infração ao art. 14, III, ‘c’, da ICVM nº 306/1999 c/c art. 65-A, I da ICVM nº 409/2004. Posteriormente, em ambos os PAS, houve redefinição jurídica dos fatos de maneira que as condutas dos Acusados ocorridas antes da inclusão do art. 65-A na ICVM nº 409/2004, em 30.04.2007, tiveram a capitulação alterada para o art. 14, II, da ICVM nº 306/1999.

⁷ Termo de Acusação, item 8 (Doc. SEI 0926969, fls. 7.325).

⁸ Dessa transcrição constou referência ao mês de maio, mas, pelo exame dos autos, verifica-se que tal período encerrou-se em março de 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

www.cvm.gov.br

por elas geridos, a Acusação elencou operações realizadas em período **posterior** ao analisado pela SIN, qual seja, de **24.04.2007** a **22.12.2008**. Nesse sentido, verifica-se que não há operação de aquisição de CCBs que tenha ensejado acusações, em ambos os processos, de atuação em conflito de interesses não divulgado, não existindo, assim, identidade fática entre as acusações.

16. Nessa linha, destaco a seguinte passagem do voto do Diretor Relator Gustavo Tavares Borba no PAS CVM nº 06/2012, julgado em 20.08.2018, que foi acompanhado por unanimidade pelo Colegiado, em que foi enfrentada questão semelhante:

19. Não basta, portanto, que o sujeito seja acusado pela prática de irregularidade de mesma espécie já apurada em processo anterior. É necessário que o contexto fático em que tal irregularidade foi praticada seja idêntico ao do primeiro processo. Caso contrário, o princípio do *non bis in idem* se confundiria com a concessão de salvo conduto ao sujeito que, responsabilizado por determinado ilícito, poderia incorrer novamente na mesma infração com a certeza da não incidência de nova penalidade, o que constituiria uma teratologia jurídica.

17. Ainda que não se deixe de reconhecer, nos conjuntos fáticos, a repetição de certas circunstâncias similares quanto à atuação das acusadas, não se está propriamente a tratar de uma única infração, permanente ou continuada, pois as aquisições objeto da atuação das Gestoras, realizadas em nome dos Fundos, eram relativas a CCBs de emissão de diferentes empresas e ocorreram a partir de processos decisórios distintos. As irregularidades são relativas a conjuntos de operações distintas e realizadas em períodos não coincidentes, envolvendo emissores, estruturadores e fundos de investimento diversos, bem como diferentes cotistas (destinatários da informação) e alegadamente embasadas em elementos probatórios específicos.

18. Em suma, as acusações de não informar aos cotistas sobre a existência de conflitos de interesses em face das Gestoras e de Patrícia Branco em determinado conjunto de operações não devem ser consideradas como impeditivo para que tais pessoas sejam eventualmente responsabilizadas pelo mesmo tipo de conduta com relação a operações distintas, ocorridas posteriormente, e com base em elementos de prova específicos para os diferentes períodos.

19. Pelo exposto, voto pelo não acolhimento dessa preliminar.

II.2 Prescrição

20. A defesa conjunta de Global Capital, Global Equity, Patrícia Branco, Marco Pinheiro e Onito Barbosa alega a ocorrência da prescrição quinquenal quanto à ação punitiva da CVM prevista no art. 1º, *caput*, da Lei nº 9.873/1999. Isso porque a acusação é de 23.09.2015 e as imputações se baseiam em fatos que teriam ocorrido nos anos de 2006, 2007 e 2008.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

21. Entretanto, consoante dispõe o art. 2º, inciso II, da Lei nº 9.873/1999, qualquer ato inequívoco que importe apuração dos fatos é suficiente para interromper a prescrição da pretensão punitiva da CVM. Segundo a jurisprudência consolidada desta Autarquia, os atos inequívocos praticados sem a ciência do investigado são aptos à interrupção da prescrição. Prevalece também o entendimento de que a prescrição pode ser interrompida mais de uma vez, desde que por atos inequívocos de apuração distintos⁹.

22. Neste caso, o primeiro conjunto de imputações se relaciona ao alegado conflito de interesses referente à gestão de fundos de investimentos e há registro nos autos de diversos atos praticados com a finalidade de esclarecer os fatos subjacentes.

23. Das diligências de investigação iniciais, destaco o Relatório de Análise/CVM/SMI/GMN/nº 002/2010 (19.01.2010), que se referiu expressamente ao referido conflito de interesse¹⁰ e se baseou em diligências anteriores, tais como a Informação/CVM/SFI/GFE-3/ nº 008/2009¹¹ (11.11.2009), consultas sobre sócios das pessoas jurídicas Global Capital, Global Equity, Firma P e Firma I¹² (setembro e outubro de 2009) e os Ofícios/CVM/SFI/GFE-3/2009/nº 232, 241, 253 e 255¹³ (entre 20.08.2009 e 16.10.2009). Destaco, também, o Relatório de Inspeção 009/2009, de 20.08.2009¹⁴, com relação às CCBs adquiridas por fundos geridos pela BRB referidas pela Acusação.

24. Posteriormente, em 19.06.2013, foi instaurado inquérito administrativo, inaugurando a fase final de investigação, que, por sua vez, contou também com diversos atos de apuração, dos quais ressalto os Ofícios/CVM/SPS/GPS-3/2013/nº 272 e 274¹⁵ (20.12.2013) e nº 2014/131, 134, 155, 158 e 159¹⁶ (enviados entre 13.08.2014 e 10.11.2014).

25. Voto, portanto, pelo não acolhimento da preliminar de prescrição quinquenal.

III. MÉRITO

⁹ Manifestação do então Presidente Leonardo Gomes Pereira no PAS CVM nº 12/2013, Dir. Rel. Gustavo Tavares Borba, j. em 24.05.2016; PAS CVM nº RJ2014/5807, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 15.03.2016; PAS CVM nº RJ2011/11073 e nº RJ2010/3695, Dir. Rel. Pablo Renteria, ambos julgados em 15.12.2015; PAS CVM nº 14/2009, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 11.08.2015; PAS CVM nº 04/2009, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Moraes, j. em 11.06.2013; PAS CVM nº 03/2006, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 01.12.2010; PAS CVM nº RJ2008/2570, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 12.05.2009.

¹⁰ Ver itens 20 a 29 (fls. 16 a 18).

¹¹ Doc. SEI 0926112, fls. 180.

¹² Doc. SEI 0926114, fls. 259 a 301, especialmente 265 a 271, 278 a 285 e 290 a 291.

¹³ Doc. SEI 0926672, fls. 2.879 a 2.892, 2.928 a 2.966.

¹⁴ Doc. SEI 0926112, fls. 149, 155 e 156.

¹⁵ Doc. SEI 0926756, fls. 4.707 a 4.746.

¹⁶ Doc. SEI 0926935, fls. 6.881 a 6.924.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

III.1 Global Capital e Global Equity: Não divulgação de situação de conflito de interesses

O conflito de interesses na gestão de fundos de investimento

26. As acusações relacionadas à atuação das gestoras de investimentos Global Capital e Global Equity se referem à suposta violação do dever de informar sobre conflito de interesses.

27. A regulamentação da atividade de administração de carteira de valores mobiliários se vale de diferentes estratégias para lidar com os conflitos de interesses, mas não faz distinção em razão do tipo de veículo administrado. De plano, enfatiza-se a natureza fiduciária de atividade e enuncia-se os deveres daí decorrentes. O dever de lealdade tem especial relevância nas situações de conflito de interesses, pois exige que o interesse do investidor seja sempre colocado em primeiro lugar. Em acréscimo, exige-se a divulgação de informações aos clientes sobre potenciais conflitos de interesses.

28. No caso em tela, a discussão envolve dispositivos da ICVM nº 306/1999 e da ICVM nº 409/2004, especificados mais adiante. Os referidos normativos não proibiam o gestor de atuar em situações de conflito. Exigiam, contudo, que tomassem as decisões privilegiando sempre os interesses dos investidores e que divulgassem os potenciais conflitos. A mesma estratégia regulatória foi mantida, em linhas gerais, pela ICVM nº 558/2015 e ICVM nº 555/2014, que sucederam os referidos normativos¹⁷.

¹⁷ **ICVM nº 555/2014:** Art. 84. Sem prejuízo das responsabilidades de cada um dos prestadores de serviços de administração do fundo, podem ser constituídos, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, os quais não podem ser remunerados às expensas do fundo. (...) §3º Os membros dos conselhos ou comitês devem informar ao administrador, e este aos cotistas, qualquer situação que os coloque, potencial ou efetivamente, em situação de conflito de interesses com o fundo.

Art. 92. O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, 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; (...)

ICVM nº 558/2015: Art. 16. O administrador de carteira de valores mobiliários deve: I – exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos seus clientes; II – desempenhar suas atribuições de modo a: a) buscar atender aos objetivos de investimento de seus clientes; e b) evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes; III – cumprir fielmente o regulamento do fundo de investimento ou o contrato previamente firmado por escrito com o cliente, contrato este que deve conter as características dos serviços a serem prestados, dentre as quais se incluem: (...) e) informações sobre outras atividades que o administrador exerça no mercado e os potenciais conflitos de interesse existentes entre tais atividades e a administração da carteira administrada;

Art. 20. O administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve exercer suas atividades de forma a: I – assegurar que todos os profissionais que desempenhem funções ligadas à administração de carteiras de valores mobiliários atuem com imparcialidade e conheçam o código de ética e as normas aplicáveis, bem como as políticas previstas por esta Instrução e as disposições relativas a controles internos; e II – identificar, administrar e eliminar eventuais conflitos de interesses que possam afetar a imparcialidade das pessoas que desempenhem



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Caso concreto

29. Segundo apontado pela Acusação, havia uma situação de potencial conflito de interesses entre as Gestoras e os fundos sob sua gestão, que não foi informada aos cotistas. A responsabilidade por essa omissão foi atribuída às Gestoras e a diretora Patrícia Branco (por infração ao art. 14, III, “c”¹⁸, da ICVM nº 306/1999), aos membros dos comitês de investimento diretamente relacionados ao apontado conflito de interesses (por infração ao art. 63, §3º¹⁹, da ICVM nº 409/2004) e a um outro membro dos comitês de investimento das Gestoras (por infração ao art. 14, II, c/c art. 17, parágrafo único²⁰, da ICVM nº 306/1999).

30. Ainda de acordo com a Acusação, as condutas das Gestoras, de Patrícia Branco e dos membros dos comitês de investimento teriam representado quebra de sua relação fiduciária com os fundos e seus cotistas, razão pela qual as mencionadas capitulações foram combinadas com o art. 65-A, I²¹, da ICVM nº 409, que posteriormente foi recapitulado para o art. 14, II²², da ICVM nº 306/1999 (na redação vigente à época dos fatos), conforme descrito no Relatório.

31. Vale ressaltar, desde já, que não houve acusação de que os investidores tenham

funções ligadas à administração de carteiras de valores mobiliários. Parágrafo único. O administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve desenvolver e implementar regras, procedimentos e controles internos, por escrito, com o objetivo de assegurar o cumprimento do disposto no **caput** e seus incisos. (grifei)

¹⁸ Art. 14. (...) III - cumprir fielmente o contrato firmado com o cliente, prévia e obrigatoriamente por escrito, o qual deve conter as características básicas dos serviços a serem prestados, dentre as quais se incluem: (...) c) as informações sobre outras atividades que o próprio administrador exerça no mercado e os potenciais conflitos de interesse existentes entre tais atividades e a administração da carteira de valores mobiliários.

¹⁹ Art. 63. (...) §3º Os membros do conselho ou comitê deverão informar ao administrador, e este deverá informar aos cotistas, qualquer situação que os coloque, potencial ou efetivamente, em situação de conflito de interesses com o fundo.

²⁰ Art. 17. A pessoa natural ou jurídica, no exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, é diretamente responsável, civil e administrativamente, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos que infringirem normas legais, regulamentares ou estatutárias, sem prejuízo de eventual responsabilidade penal e da responsabilidade subsidiária da pessoa jurídica de direito privado que a contratou ou a supervisionou de modo inadequado. Parágrafo único. Os integrantes de comitê de investimento, ou órgão assemelhado, que tomem decisões relativas à aplicação de recursos de terceiros, têm os mesmos deveres do administrador de carteira.

²¹ 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.

²² Na redação original (vigente à época de algumas das operações objeto deste PAS): Art. 14. (...) II - empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão; (...) Redação alterada em 30.03.2007, pela ICVM nº 450: Art. 14. (...) II - empregar, no exercício de sua atividade, 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 de seus clientes, 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 gestão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

sido efetivamente prejudicados nas operações em que alegadamente havia interesses conflitantes, mas apenas quanto à referida falha informacional.

32. Diante desse quadro, cabe analisar se os fatos narrados pela Acusação configuram situações de conflito de interesse, que impusessem aos referidos acusados a obrigação de comunicá-las e se eventual omissão configurou quebra da relação fiduciária mantida entre os acusados e os Fundos e seus cotistas.

33. Antes, porém, é importante esclarecer que o antigo, mas ainda atual, debate entre as teses de conflito formal ou material não tem pertinência no julgamento deste caso.

34. Com efeito, a discussão se coloca quando se trata de uma regra de proibição baseada na existência de conflito. Em tal contexto, na defesa do impedimento por conflito formal, considera-se que aquele que tem mais de um interesse no deslinde de determinada matéria está em posição de conflito e, conseqüentemente, impedido de atuar. Por sua vez, na linha do conflito material entende-se que o conflito de interesses somente surge quando, em razão da dualidade de posições, sacrifica-se o interesse que deveria ser protegido.

35. Parece-me claro, entretanto, que as referidas regras que exigem a divulgação de conflitos de interesses não podem estar baseadas em uma tese substancial. Afinal, se está diante de regras que não obstam a atuação do gestor, mas que buscam garantir ao investidor a transparência das operações realizadas em seu nome. Além disso, o dever de lealdade impede o administrador de carteira de priorizar seus interesses em detrimento dos investidores. E, ainda, em reforço, verifico que alguns dos dispositivos em discussão²³ expressamente qualificam o conflito para abranger, inclusive, situações em que esse é potencial.

36. Cabe, portanto, afastar, de plano, os argumentos dos acusados de que (i) as receitas auferidas por Firma P e Firma I perante LR e MB se basearam em contratos de prestação de serviço lícitos; e (ii) não havia nenhuma proibição legal taxativa de que Patrícia Branco, Marco Pinheiro e Onito Barbosa, em paralelo à atividade de gestão de carteiras, fossem titulares de participação em outras sociedades não reguladas pelo mercado de valores mobiliários que prestam serviço a quaisquer intermediários desse mercado. Ambos não são relevantes para a configuração dos conflitos de interesse e em nada alteram o dever de informá-los aos cotistas.

37. Ressalto, também, desde já, ter restado claramente demonstrada a relação entre as Gestoras e a Firma P e a Firma I (ainda que isso não seja elemento por si só suficiente para o deslinde da questão neste caso):

²³ Faço referência ao artigo 14, III, “c”, da ICVM nº 306/1999 e ao artigo 63, §3º, da ICVM nº 409/2004.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

- i. Marco Pinheiro era sócio, diretor e membro dos comitês de investimentos da Global Capital e da Global Equity²⁴. Paralelamente, exercia, com exclusividade, a administração da Firma P, na qual detinha participação de 50%²⁵;
- ii. Onito Barbosa era sócio, diretor e membro do comitê de investimentos da Global Capital e membro do comitê de investimentos da Global Equity²⁶. Paralelamente, era sócio na proporção de 51% da Firma I e declarou ter prestado serviços, em nome de Firma I²⁷; e
- iii. Patrícia Branco, era sócia, diretora responsável perante a CVM pela prestação de serviço de administração de carteiras e membro do comitê de investimentos da Global Equity²⁸. Era, também, membro do comitê de investimentos da Global Capital. Paralelamente, era sócia na proporção de aproximadamente 50% da Firma P²⁹.

38. Por outro lado, reputo insubsistente a vinculação feita pela Acusação³⁰ entre o recebimento de recursos pela Firma P e pela Firma I e as aquisições de CCBs objeto deste PAS, tendo em vista que os documentos constantes dos autos evidenciam que tais pagamentos feitos por LR e MB ocorreram entre **25.09.2006** e **30.10.2006** e que foram decorrentes de aquisições pelos Fundos de CCBs emitidas pela CELG entre **22.09.2006** e **25.10.2006**. São fluxos de pagamento relativos a (i) período anterior ao tratado neste PAS e (ii) operações não tratadas neste PAS, que não engloba as operações objeto do PAS CVM nº RJ 2014/3161 (e vice-versa), envolvendo, portanto, aquisições realizadas apenas a partir do final de abril de **2007**.

39. Com efeito, a documentação constante dos autos evidencia que:

- i. Em 11.09.2006, o comitê de investimentos da Global Equity aprovou a aquisição de CCBs de emissão da CELG, sem especificar o fundo de investimento adquirente;
- ii. Em 20.09.2006, foram firmados quatro³¹ contratos de prestação de serviços firmados entre MB/LR e Firma P/Firma I, respectivamente;

²⁴ Doc. SEI 0926114, fls. 265 a 271 e 279; e Doc. SEI 0926935, fls. 6.963 a 6.973.

²⁵ Doc. SEI 0926114, fls. 386 a 397; Doc. SEI 0926756 4.743 a 4.746; Doc. SEI 0926762, fls. 4.894 e 5.005; Doc. SEI 0926935, fls. 6.968 a 6.971; e Doc. SEI 0926974, fls. 7.426 e 7.430, 7.439 a 7.447, 7.440.

²⁶ Doc. SEI 0926114, fls. 279, 283; Doc. SEI 0926935, 6.974 a 6.982; e Doc. SEI 0926974, fls. 7.448 a 7.455.

²⁷ Doc. SEI 0926672, fls. 2.891.

²⁸ Doc. SEI 0926114, fls. 279 e 283; e Doc. SEI 0926935, fls. 6.985 a 6.994.

²⁹ Doc. SEI fls. 386 a 397; Doc. SEI 0926756, fls. 4.743 a 4.746; Doc. SEI 0926767, fls. 5.005; Doc. SEI 0926935, fls. 6.985 a 6.994; e Doc. SEI 0926974, fls. 7.439 a 7.447.

³⁰ A fonte do conflito de interesses foi descrita no Relatório de Inquérito nos seguintes termos: “154. (...) preferiram omitir dos investidores a situação flagrantemente conflituosa, por meio da qual determinadas sociedades por eles controladas [(Firma P e Firma I)] foram beneficiárias de significativos repasses feitos pelos agentes autônomos LR e MB (cerca de R\$ 3,2 milhões), em razão justamente da intermediação das CCBs adquiridas para as carteiras dos fundos que geriam.”

³¹ Cada AAI firmou um contrato com Firma P e outro com Firma I.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

- iii. Entre 22.09 e 25.10.2006, foram emitidas 4 CCBs pela CELG, adquiridas para as carteiras dos fundos Global Capital FIRF, FIM CELOS e UNICRED FIM, nos mesmos dias das respectivas emissões, com valor total de R\$ 21.300.000,00;
- iv. Nos mesmos dias ou nos dias subsequentes, a instituição financeira a favor da qual as CCBs foram emitidas efetuou o pagamento das respectivas comissões aos AAIs³², que totalizaram R\$ 8.893.020,96;
- v. Poucos dias depois, os AAIs (LR/MB) realizaram transferências bancárias para a Firma P e a Firma I em valores que somaram R\$ 2.109.847,62³³ e R\$ 1.180.826,71³⁴, respectivamente, totalizando, no conjunto, R\$ 3.290.764,33, como resume a tabela a seguir.

CCB CELG - Emissão	Aquisições pelos Fundos	Comissões Bc P. - AAIs	Transferências Firma P e FIRMA I		
			Data	Valor	AAI
22/09/2006	22/09/2006	22/09/2006	25/09/2006	R\$ 643.214,52	212 LR
				R\$ 314.192,06	212 MB
				R\$ 329.022,46	212 MB
26/09/2006	26/09/2006	26/09/2006	27/09/2006	R\$ 77.159,75	212 LR
				R\$ 514.398,36	212 MB
				R\$ 437.238,60	212 LR
28/09/2006	28/09/2006	29/09/2006	29/09/2006	R\$ 14.103,53	212 LR
				R\$ 94.023,54	212 MB
				R\$ 79.920,01	212 LR
25/10/2006	25/10/2006	27/10/2006	30/10/2006	R\$ 393.700,75	212 LR
				R\$ 59.055,11	212 MB
				R\$ 334.645,64	212 MB
Total				R\$ 3.290.674,33	

40. Entretanto, como dito, as aquisições de CCBs de emissão da CELG que geraram os pagamentos acima referidos não são objeto deste PAS, mas do PAS CVM nº RJ2014/3161, julgado nesta data. Daí não se prestarem a respaldar as conclusões acerca de conflitos de interesses não divulgados aos fundos/cotistas com relação a operações de que trata este PAS.

41. Ressalte-se, ainda, que constam dos autos deste PAS extratos das contas correntes de MB e LR, para o período transcorrido de setembro de 2006 e maio de 2008, abarcando, portanto, também o período das operações objeto deste PAS, dos quais não consta registro de quaisquer outras transferências de MB e LR para a Firma I, a Firma P ou pessoas ligadas às Gestoras.

³² As notas fiscais emitidas pela Firma I referentes a tais pagamentos fizeram expressa menção às CCBs de emissão da CELG (Doc. SEI 0926756, fls. 4.722-4.725).

³³ Fls. 2.961 a 2.964, 4.743 a 4.760.

³⁴ Fls. 2.888 a 2.892.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

42. De outro lado, cabe reconhecer que também não há evidência nos autos de que os quatro contratos firmados em 2006 entre MB/LR e Firma P/Firma I não estivessem mais em vigor em 2007/2008. Resta, de todo modo, avaliar se a existência/vigência de tais acordos, seria suficiente, por si só, para consubstanciar um *potencial* conflito de interesses entre as Gestoras e os fundos sob gestão, a reclamar sua prévia divulgação aos cotistas dos referidos fundos, independentemente de evidência de efetiva atuação da Firma P/Firma I em prestação de serviços relativa às operações de aquisição das CCBs elencadas pela Acusação neste PAS³⁵.

43. Note-se que os quatro contratos³⁶ consubstanciavam espécie de acordos “**guarda-chuva**” (por não disciplinarem operações específicas), tendo sido celebrados em 20.09.2006 com conteúdo idêntico, do qual destaco: (i) **prazo** indeterminado (Cláusula Quarta); (ii) tendo como **objeto** a prestação de serviços de *assessoria comercial* por Firma I/Firma P a LR/MB, de forma a viabilizar o *relacionamento comercial* dos AAIs com *investidores qualificados* (sem qualquer especificação quanto a fundos de investimento); (iii) **remuneração** devida à Firma I/Firma P pelos AAIs seria “*por operação financeira efetivada, cujo investidor tenha sido apresentado pelo CONTRATADO, o valor acordado em correspondência protocolada entre as partes*” (Cláusula Quinta, grifos aditados); e (iv) **ausência de exclusividade ou de vínculo associativo**, de forma que as partes poderiam “*livremente contratar com terceiros serviços com as mesmas características do presente, sem com isso infringir qualquer disposição deste Instrumento.*” (Cláusula Décima Primeira, grifos aditados)³⁷.

44. A meu ver, à luz das características apontadas, tais contratos poderiam, em tese, ensejar potenciais conflitos de interesse entre as Gestoras e os fundos sob sua gestão, tendo em vista os já apontados vínculos existentes entre administradores ou sócios das Gestoras e administradores ou sócios da Firma P/Firma I. Porém, não com relação a toda e qualquer operação de aquisição de ativos financeiros e valores mobiliários pelos referidos fundos que fossem mediadas pelos AAIs, e sim quanto àquelas em que tal oportunidade de investimento fosse apresentada aos Fundos (investidores qualificados) pela Firma P ou pela Firma I, conforme o caso.

45. Isso porque, em tais circunstâncias é que se completaria a conexão dos vínculos entre as referidas partes e, fora delas, não caberia falar em prestação de serviços a ensejar conflito de interesses em função do recebimento de remuneração pela Firma I ou pela Firma P.

³⁵ Conforme itens 83 e 85 do Relatório de Inquérito (Doc. SEI 0926949, fls. 7.149-7.153).

³⁶ Doc. SEI 0926756, fls. 4.707 a 4.725, 4.727 a 4.734, 4.747 a 4.754.

³⁷ Doc. SEI 0926974, fls. 7.423-7.426.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

46. Contudo, afora os já mencionados registros de pagamentos relativos apenas a 2006, não foram trazidas aos autos evidências de que, nas aquisições de CCBs intermediadas pelos AAIs objeto deste PAS, tenha se concretizado qualquer participação ou prestação de serviços pela Firma I ou Firma P. Não há nos autos nem mesmo informação acerca de que clientes teriam interagido com essas sociedades e os AAIs no período em questão³⁸.

47. No caso das CCBs de emissão da CELG, objeto da acusação formulada no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/3161 (conexo), a conclusão da Acusação derivou diretamente da constatação de que ocorreram pagamentos relativos às operações que teriam sido realizadas em situação de conflito de interesses não divulgado aos cotistas, constatados pelo exame dos extratos bancários dos AAIs, que seriam as evidências da prestação dos serviços naquele caso.

48. Observo que não se trata de comprovação de que interesses dos fundos e seus cotistas teriam sido sacrificados, o que, como dito, não era o relevante para configurar a irregularidade de não divulgação do conflito. Tampouco se está a requerer a efetiva comprovação de pagamento de recursos a Firma P/Firma I, como se a existência do conflito dependesse de comprovação do fluxo financeiro subjacente, o que não seria essencial, tendo em vista que a referida prestação de serviços poderia ser evidenciada por outros meios.

49. O que não cabe, porém, é presumir, sem base no conjunto fático-probatório trazido aos autos, que todas as oportunidades de investimento em CCBs apresentadas aos fundos geridos pelas Gestoras pelos AAIs teriam necessariamente envolvido a Firma P ou a Firma I, como se por uma imperiosa continuidade de prática apurada em período anterior, com relação a outras CCBs, simplesmente em razão de poderem, em tese, estar abarcadas pelos mesmo contratos guarda-chuva anteriormente celebrados, ainda que não rescindidos.

50. Entendo, portanto, que a Acusação não se desincumbiu do ônus probatório que lhe cabia neste caso de evidenciar que o relacionamento comercial entre Firma I/Firma P e os AAIs tenha abrangido as aquisições de CCBs objeto deste PAS, comprovando que havia um potencial conflito de interesses que deveria ter sido divulgado aos cotistas.

51. Concluo, assim, pela improcedência das acusações formuladas em face de Global Equity, Global Capital, Patrícia Branco, Marco Pinheiro, Onito Barbosa e Carlos Valmer.

³⁸ Questionadas a esse respeito, Firma P e Firma I não revelaram qual teriam sido os investidores apresentados, alegando que tal informação estaria protegida por sigilo (Doc. SEI 0926672, fls. 2.889-2.892 e 2.961-2.965). Em 25.09.2013, os principais sócios de LR e MB prestaram esclarecimentos na sede da CVM em São Paulo, ocasião em que se reservaram o direito de permanecer em silêncio quando questionados, acerca de suas relações com Firma P, Firma I, Patrícia Branco, Onito Barbosa e Marco Pinheiro (Doc. SEI 0926677, fls. 3.010 e 3.049).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

III.2 Atuação de BRB DTVM S.A.

52. A BRB e seus diretores responsáveis pela administração de recursos de terceiros são acusados de não terem empregado, no exercício de suas atividades, o cuidado e a diligência exigidos pela regulamentação aplicável, em infração ao disposto no art. 14, II, da ICVM nº 306/1999 e, com relação às aquisições de CCBs realizadas após 03.04.2007, c/c artigo 65-A da ICVM nº 409/2004, em razão de terem tomado decisões de aquisições de CCBs, em nome de fundos por geridos pela BRB³⁹, que não teriam sido minimamente informadas ou refletidas.

53. Em primeiro lugar, a Acusação apontou para a falta de diligência em verificar informações que estavam disponíveis à BRB no sistema da CETIP, razão pela qual essa deixou de constatar, segundo alega, os altíssimos *spreads* pagos aos bancos cedentes das CCBs, refletidos em valores que desembolsou, em nome dos fundos que geria, que chegaram a ser 57% superiores⁴⁰ aos valores de emissão de CCBs que foram cedidas aos fundos na própria data de sua emissão.

54. Além disso, a Acusação pontuou que a BRB deixou de considerar vários aspectos relacionados ao risco das CCBs, valendo-se apenas de análise baseada em *ratings* externos, e de analisar alternativas de investimento disponíveis à época, inclusive mais rentáveis, tendo a seu ver restado evidente que a negociação das CCBs poderia ter sido feita em condições mais vantajosas para os fundos, dados os altos *spreads* aceitos pela BRB.

55. Inicialmente, cabe destacar que, em casos em que se discute a diligência de gestores de fundos em decisões de investimento, o Colegiado da CVM tem aplicado, por analogia, a regra da decisão negocial (*business judgment rule*)⁴¹, originalmente desenvolvida para casos envolvendo decisões negociais tomadas por administradores de companhias.

56. A acusação envolve a tomada de decisões nitidamente negociais.

³⁹ Fundos denominados FIF REFERENCIADO BRB LIDER 30 DIAS DI, FIRF BRB CELEIRO, FIRF BRB EXECUTIVO e FIRF BRB LÍDER.

⁴⁰ Como consta dos autos, as CCBs 522/07, 523/07, 524/07, 677/06, 678/06, 520/07, 679/06 e 521/06 foram registradas na CETIP pelos valores descritos no Relatório de Inquérito (códigos 07G00001018, 07G00001019, 07G00001020, 06J00001821, 06J00001818, 07G00001016, 06J00001819 e 07G00001017, respectivamente), no que resultaram em *spreads* que variaram entre 14,2% e 57,8% sobre o preço de emissão para CCBs emitidas, registradas e negociadas na mesma data (fls. 6861 a 6865, 6873 a 6875).

⁴¹ Nessa linha, destaco o seguinte trecho do voto Diretor Relator Gustavo Tavares Borba no PAS CVM nº 07/2012, j. em 07.03.2017: “A chamada regra da decisão negocial (*business judgment rule*), embora desenvolvida pelos tribunais americanos para analisar as condutas de administradores de companhias abertas, aplica-se perfeitamente à situação dos gestores de recursos, como já ocorreu, inclusive, no âmbito do PAS CVM RJ2005/8542, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcílio de Souza, julg. 29/08/2006”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

57. Como detalhado no Relatório, a Acusação conclui pela falta de diligência quanto a investimentos que envolveram aquisições de CCBs de três diferentes emissores: Eletrodireto (em 18.10.2006), CELG (em 17.07.2007) e Cerâmica Gyotoku (em 24.01 e 31.01.2007), sob o argumento de que não teriam sido minimamente informadas ou refletidas.

58. Assim, tais decisões de investimento devem, em princípio, ser analisadas sob a ótica da higidez do processo que levou à decisão negocial, não cabendo à CVM avançar em exame de mérito quanto ao seu conteúdo, sendo pertinente, porém, aferir se foram atendidos os pressupostos de aplicação da *business judgment rule* consoante erigidos na jurisprudência, ou seja, se as decisões foram tomadas de modo informado, refletido e desinteressado.

59. Nesse sentido, quando se avalia a diligência dos gestores, deve-se partir da análise sobre o procedimento adotado, inclusive quanto à obtenção de informações e de reflexão sobre essas, com vistas à tomada de decisão, e não sobre se a decisão, em si, foi a “melhor possível” ou a “mais acertada”. As decisões da CVM que buscaram sistematizar a aplicação da *business judgment rule* reiteram, contudo, que tal padrão de revisão não é aplicável a decisões interessadas (i.e. aquelas em se decide em situação de conflito de interesses) nem a casos em que haja evidências de fraude ou de má-fé. Deve-se, portanto, avaliar se estão presentes essas circunstâncias que afastam a aplicação da regra da decisão negocial.

60. No presente caso, a Acusação não traz qualquer alegação de que as decisões da BRB em questão envolveram qualquer conflito de interesses, seja potencial ou efetivo, tampouco de que haveria indícios de fraude ou má-fé, cingindo-se o debate à discussão sobre se os acusados teriam atuado de maneira devidamente informada e refletida.

61. Ressalto, de plano, que muitas das críticas feitas pela Acusação para caracterizar a falta de diligência não estavam correlacionadas aos procedimentos de obter e refletir sobre as informações necessárias, mas sim diretamente relacionadas ao mérito do que foi decidido, o que, como dito, não atende ao padrão de revisão aplicável.

62. Nesse sentido, entendo que devem ser rechaçados os argumentos apresentados pela Acusação, referentes às decisões de aquisição de CCBs, baseados em julgamentos de valor quanto à remuneração das CCBs por si só, seja apenas quanto à onerosidade em si, para os fundos, dos *spreads* capturados pelo bancos cedentes das CCBs, seja a partir da comparação dos termos das operações com os de outras alternativas de investimento disponíveis no mercado à época, como, por exemplo, no mercado secundário de debêntures.

63. Por outro lado, reconheço mérito nas questões suscitadas pela Acusação no que tange ao tipo de informação obtida (independentemente da repercussão dada ao seu conteúdo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

específico) e à ausência de reflexão própria (i.e. pelos gestores) quanto à avaliação de risco de crédito e sua correlação com eventual fundamentação econômica que tivesse sido adotada pela BRB para justificar a operação, o que, no caso, não ocorreu, como foi, inclusive, posteriormente reconhecido pela própria auditoria interna da BRB⁴².

64. Refiro-me, especialmente, ao fato de que, não obstante se tratar de investimento em títulos representativos de crédito privado, restou evidenciado nos autos que o processo decisório da BRB não abarcou qualquer análise interna sobre o risco de crédito relativo aos títulos e seus emissores, confiando tão somente em *ratings* produzidos externamente.

65. Cabe observar que, para o mesmo período, a Acusação apurou que outros gestores de fundos adquirentes de CCBs, que também foram objeto das investigações conduzidas neste PAS (mas não restaram acusados), para além de utilizarem *ratings* de agências classificadores de risco contratadas por emissores das CCBs, analisavam também demonstrações financeiras, relatórios de auditores, relatórios da Serasa, documentos societários, garantias prestadas, informações de faturamento e de endividamento bancário, histórico de inadimplementos e perspectivas de crescimento do setor de atuação, entre outras fontes de informação.

66. A esse respeito, com relação à BRB, releva destacar a dinâmica dos procedimentos adotados, conforme descrita pela própria BRB, como se vê nos seguintes trechos de sua defesa:

(...) o rito inicial era o de aprovação de emissores dos ativos, tanto para aqueles originados de Instituições Financeiras, como para outras empresas privadas não financeiras, tendo como procedimento a definição de limites operacionais para cada fundo de investimento e referendado na previsão de seu respectivo regulamento.

Por não contar com área formal responsável pela avaliação de risco de crédito das operações ofertadas ou dos emissores, a BRB DTVM adotava como parâmetro de análise das informações, a utilização de *ratings*, emitidos por agências especializadas em análise de risco de crédito, empresas essas constituídas com a função específica de avaliação qualitativa das empresas e amplamente utilizadas em todo o mercado financeiro nacional e internacional.
(...)

(...) a estratégia adotada para a maioria dos fundos administrados pela BRB DTVM era de ultrapassar o desempenho do CDI (...) o rito de investimento era seguido de forma a obter-se remuneração sempre referenciada em

⁴² Em resposta ao ofício CVM/SPS/GPS-3/Nº 247/2013, endereçado ao BRB, este anexou parte de um relatório de sua auditoria interna (RELATÓRIO DE AUDITORIA CONSAD/DEAUD 2007/202), datado de 23.11.2007, no qual os auditores reportaram o questionamento “a respeito da metodologia de cálculo das taxas pactuadas com os Bancos Estruturadores nas compras das CCBs”. Da resposta apresentada, os auditores internos ressaltaram que “neste particular, mesmo verificando uma taxa negociada da CETIP que cumprisse a rentabilidade global projetada (...), somos de opinião de que as explicações emitidas não justificam as elevadas remunerações pagas aos Bancos Estruturadores, até pelo fato de os mesmos não terem assumido nenhuma coobrigação pelo risco contraído” (fls. 5899 e 5900).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

percentual do CDI (exemplo: 109% CDI / 110% CDI) dos ativos elegíveis para integrarem o rol das carteiras, sempre observando a relação risco/retorno e enquadramento.⁴³ (grifos aditados)

67. Antes mesmo de passar ao exame de cada um dos processos decisórios relativos às aquisições de CCBs elencadas pela Acusação, destaco que, a meu ver, sob a ótica procedimental, tem razão a Acusação quando aponta para a mácula no processo de obtenção de informações razoavelmente necessárias, com vistas à tomada de decisão informada e refletida.

68. Não que a BRB tivesse de contar com uma “área formal” responsável pela avaliação de risco de crédito das operações ou dos emissores, tampouco que tivesse de produzir suas próprias classificações de risco (*ratings* internos) nem que não pudesse contar com a utilização de *ratings* emitidos por agências especializadas em análise de risco de crédito, como é usual e recomendável em operações da espécie.

69. Diante do tipo de ativo de que se trata (representativo de operação de crédito privado), a questão é que, para que uma decisão por parte da BRB fosse plenamente informada e refletida, deveria contar com a adoção de procedimento que contemplasse algum tipo de análise própria de tais informações obtidas, independentemente da formalização de estrutura específica para tanto, mas por meio da qual diligenciasse para que a decisão não estivesse pautada exclusivamente em *rating* externo, sem contemplar qualquer reflexão sobre o mesmo nem alguma análise própria quanto ao risco de crédito associado ao título e ao emissor, a fim de embasar e justificar a operação.

70. É o que ilustra a conclusão alcançada no bem fundamentado voto da Diretora Relatora Luciana Dias, no âmbito do PAS CVM nº RJ2112/12201, julgado em 04.08.2015, em decisão unânime do Colegiado, que também tratou de aquisição de CCBs por fundo de investimento voltado à aquisição de títulos de crédito⁴⁴:

“41. Além disso, **a utilização de índice de classificações de risco (*ratings*) não dispensa que gestores façam suas próprias análises de risco de crédito.** Dessa forma, embora o *rating* possa ser um elemento relevante na análise de risco, ele **não pode servir como única fonte para subsidiar decisões de investimento, em especial quando tais decisões são feitas em benefício de terceiros. É necessário que o gestor realize suas próprias análises,** de acordo com **critérios próprios e pré-estabelecidos de seleção de ativos e gestão de risco.**

⁴³ Doc. SEI 0926969, fls. 7.289.

⁴⁴ Ainda que se trate de precedente em que foi discutida situação que envolvia conflito de interesses em razão de atuação de partes relacionadas, entendo que, essa circunstância, por si só, não invalida o ponto conceitual acima referido, observando-se que o referido voto não restringiu tais considerações a operações entre partes relacionadas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

42. Assim, acredito que os elementos acima descritos compõem um conjunto robusto e suficiente de indícios para configurar **violação ao art. 65-A, I**, da ICVM nº 409, de 2004, a saber (...) (iii) o fato de toda a análise de risco ter-se baseado no *rating* externo e preliminar, sem qualquer critério próprio de seleção de ativo e análise de risco (...)” (grifos aditados)

71. Ademais, o procedimento de decisão deve ser compatível com a natureza do ativo a ser selecionado, especialmente no que tange à análise dos riscos a serem tomados. No caso dos ativos de crédito privado, de uma forma geral, a dificuldade ou mesmo impossibilidade de posterior alienação nas situações de iliquidez em mercado secundário, acentua a pertinência de detida e cuidadosa análise prévia pelo gestor, ainda que os fundos sob sua gestão não sejam exclusivamente voltados para investimento nesse tipo de ativo.

72. Dito isso, passo ao exame do processo decisório quanto às aquisições de CCBs de emissão de Eletrodireto, CELG e Cerâmica Gytoku, objeto dessa acusação.

CCBs Eletrodireto

73. As aquisições das CCBs emitidas por Eletrodireto, efetuadas em 18.10.2006, resultaram de deliberação do Comitê de Investimentos da BRB, que contou com a participação de três dos seus cinco membros, incluindo o acusado Rogério Nunes⁴⁵, em que consignou-se que “a operação tem *rating* A+, remunera a 110% do CDI e seria alocada nos fundos de renda fixa com carteira de curto prazo e Líder, sendo a alocação limitada a 3% do PL do fundo”.

74. A decisão do Comitê de Investimentos se baseou em opinião favorável emitida pela gerência de fundos de investimentos da BRB que pontuou se tratar “de operação de curto prazo, risco baixo caracterizado pela agência de LFRating e a remuneração ofertada pode ser considerada acima das taxas médias do mercado”, observando-se que as opiniões e deliberações foram tomadas dentro do prazo de validade do relatório de *rating* emitido pela mencionada agência (i.e. fevereiro de 2007)⁴⁶.

75. No caso concreto, não há sequer menção aos fundamentos da avaliação de risco de crédito, considerando-se tão somente a “nota” atribuída. A justificativa apresentada pela BRB

⁴⁵ Vale destacar que, consoante documentado nos autos, a licença estatutária de Rogério Nunes foi autorizada para o período de 28.05.2007 a 26.07.2007 (Doc. SEI 0926969, fls. 7.295 e 7.296), como mencionado pela própria defesa, sendo, portanto, posterior às datas das reuniões do comitê de investimento em que foram deliberadas as aquisições de CCBs da Eletrodireto (ata de 04.04.2006: Doc. SEI 0926949, fls. 7.014) e da Cerâmica Gytoko (ata de 12.12.2006: Doc. SEI 0926949, fls. 7.015), de que resultaram as aquisições das CCBs de emissão de Eletrodireto (em 18.10.2006) e de Cerâmica Gytoko (em 24 e 31.01.2007). Comprova, assim, seu afastamento da BRB tão somente quando da deliberação pertinente às CCBs de emissão da CELG (ata de 09.07.2007: Doc. SEI 0926949, fls. 7.016), operação que não implicou em nenhuma acusação em seu desfavor neste PAS.

⁴⁶ Doc. SEI 0926767, fls. 5.094 a 5.101.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

de que “*não conta[ava] com área formal responsável pela avaliação de risco de crédito das operações ofertadas ou dos emissores*” não me parece admissível, como já explanado.

76. A administração de carteiras é uma atividade técnica, não sem razão os requisitos para obtenção de autorização para seu exercício incluem a comprovação de conhecimentos especializados e experiência na área⁴⁷. Nesse contexto, seria incoerente considerar hígido processo decisório em que o gestor se limita a comparar a rentabilidade do ativo com um índice e a consultar uma classificação de risco de crédito externa, contratada e remunerada pelo próprio emissor do título representativo de crédito privado, como ocorreu no caso.

77. Em que pese, como já dito, a utilidade e pertinência de utilização do *rating* externo como um dos parâmetros para a tomada de uma decisão plenamente informada e refletida, no caso, a avaliação de risco de crédito se baseou, exclusivamente, em tal elemento, sem nenhuma análise adicional, tendo restado configurada, a meu ver, a falta de diligência e cuidado pelo gestor na condução do processo decisório.

78. Assim, entendo procedente a acusação em face de BRB e de Rogério Nunes, à época diretor responsável pela administração de recursos de terceiros e que participou da decisão, na qualidade de membro do Comitê de Investimento da BRB, de aquisição das referidas CCBs.

CCBs Cerâmica Gytoku

79. Passo a analisar as aquisições de CCBs emitidas por Cerâmica Gytoku, realizadas em 24 e 31.01.2007, que totalizaram aplicação de R\$3,5 milhões por fundo gerido pela BRB.

80. Além dos argumentos já mencionados, a Acusação aponta que a rentabilidade das CCBs emitidas por Cerâmica Gytoku seria de somente CDI + 0,108% a.a., retorno incompatível com o risco do ativo. Releva observar que essas aquisições também foram

⁴⁷ **ICVM nº 306/1999**. Art. 4º A autorização para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários somente é concedida a pessoa natural domiciliada no País que tiver: (...) II - experiência profissional de: a) pelo menos três anos em atividade específica diretamente relacionada à gestão de recursos de terceiros no mercado financeiro; ou b) no mínimo cinco anos no mercado de capitais, em atividade que evidencie sua aptidão para gestão de recursos de terceiros; e (...) §2º A CVM pode, excepcionalmente, dispensar o atendimento ao requisito previsto no inciso II deste artigo, desde que o interessado possua notório saber e elevada qualificação em área do conhecimento que o habilite para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários.

ICVM nº 555/2015. Art. 3º Para fins de obtenção e manutenção da autorização pela CVM, o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa natural, deve atender os seguintes requisitos: (...) III – ter sido aprovado em exame de certificação cuja metodologia e conteúdo tenham sido previamente aprovados pela CVM; (...).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

aprovadas pelo Comitê de Investimentos da BRB (em reunião tida em 12.12.2006), com base em manifestação favorável da gerência de fundos de investimentos.

81. Mais uma vez, verificou-se a inexistência de análise própria (i.e. pelo gestor) quanto à avaliação do risco de crédito dos títulos e do emissor, bem como quanto à fundamentação a respeito exclusivamente calcada na “nota” (*rating*) conferida. Como registrado na ata de reunião do Comitê de Investimentos, foi aprovada a proposta de operação “com prazo de até 24 meses, carência de 3 meses, amortizações trimestrais, remuneração de CDI + 0,1118% a.m. (equivalente a 111% do CDI)” e “*rating* A- da Austin Rating”.

82. Neste caso, houve ainda uma particularidade da operação, pois a ata também registrou que a aquisição foi aprovada “com os limites e condições propostos pela GEFIN”⁴⁸.

83. Não obstante, consoante demonstrado pela Acusação, a operação foi concretizada em termos diferentes: a rentabilidade dos títulos foi de CDI + 0,108% a.a. e não a que havia sido aprovada pelo Comitê de Investimentos⁴⁹, em clara dissonância com o processo decisório e impactando negativamente a rentabilidade para os fundos geridos.

84. Pelo exposto, entendo que BRB e Rogério Nunes, diretor responsável pela administração de recursos de terceiros e membro do Comitê de Investimentos que à época deliberou sobre essa aquisição de CCBs, devem ser responsabilizados pela referida infração.

CCBs CELG

85. Finalmente, no que se refere às aquisições, pelos fundos geridos pela BRB, de CCBs emitidas pela CELG, efetuadas em 17.07.2007, entendo que as defesas apresentaram argumento relevante que me levou a concluir pela improcedência da acusação. Restou demonstrado, desde a fase de investigação, que as referidas CCBs não foram adquiridas em mercado, mas permutadas por CCBs da Eletrodireto em um contexto bastante específico.

86. De fato, a Eletrodireto havia pedido recuperação judicial na semana anterior à operação de que se trata. A BRB buscou, então, negociar com o banco credor soluções para os títulos que os fundos por ela geridos tinham em carteira, tendo, ao final, acordado pela permuta de títulos. Conforme constou da ata de reunião do comitê de investimentos da BRB, “*a fim de*

⁴⁸ Segundo consta da ata da reunião ocorrida em 12.12.2006: “Parecer 021/2006 – CCB CERÂMICA GYOTOKU LTDA, com prazo de até 24 meses, carência de 3 meses, amortizações trimestrais, remuneração de CDI + 0,1118% a.m. (equivalente a 111% do CDI), com garantias de recebíveis, coobrigação da emissora, penhor de estoque e aval dos sócios. Tal operação foi ofertada pela 212CAPITAL e conta com *rating* A- da Austin Rating. **A GEFIN propõe o limite de 3% do PL dos fundos administrados, com valor mínimo de aplicação de R\$ 500.000,00, para os fundos em que os 3% do PL não atinjam esse valor**” (Doc. SEI 0926767, fls. 5.102 a 5.104 - grifei).

⁴⁹ Doc. SEI 0926648, fls. 2.289 a 2.318; e Doc. SEI 0926949, fls. 7.108 a 7.115.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

minimizar possíveis perdas para os fundos aplicadores em tais ativos, ficou definida a troca das posições detidas pelos fundos em CCB Eletrodireto por títulos dos seguintes emissores: (...) 2. CELG – CDI+1,4356%, aproximadamente 114% do CDP⁵⁰.

87. Nesse contexto, o processo decisório não contou com procedimento subjacente que fosse propriamente associado à seleção do ativo e avaliação de risco de crédito, mas sim a uma negociação conduzida pela BRB em benefício dos fundos que geria e cujas carteiras já contavam com o referido ativo a ser permutado. Assim o processo decisório foi pautado pelo propósito de reduzir as perdas com a CCB de emissão da Eletrodireto, que já se mostravam certas, de maneira que não reputo demonstrada falta de diligência.

88. Assim, quanto a essa imputação específica, voto pela absolvição de BRB, bem como Flávio Couri, diretor responsável à época da aquisição das CCBs emitidas por CELG.

89. Por fim, observo que, como essas foram as únicas aquisições de CCBs pelos fundos geridos pela BRB, entre as elencadas pela Acusação, que ocorreram após o advento da ICVM nº 450/2007, não cabe a aplicação de penalidade pelas aquisições tratadas nas seções anteriores, com base no art. 65-A da ICVM nº 409/2004, que foi inserido pela ICVM nº 450/2007.

IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

90. Em conclusão, restou configurada, a meu ver, com relação às aquisições de CCBs de emissão da Eletrodireto e da Cerâmica Gytoku, a responsabilidade pela infração de falta de diligência imputada à BRB, gestora dos fundos adquirentes das CCBs, e a Rogério Nunes, que inclusive participou, na qualidade de membro do Comitê de Investimento da BRB, das deliberações em que aprovadas as referidas aquisições.

91. Quanto ao segundo acusado, cabe ressaltar também que, na qualidade de diretor responsável pela administração de carteiras, nos termos do artigo 7º, II, da ICVM nº 306/1999, tinha o dever de planejar e implementar as rotinas e controles atinentes ao processo decisório da BRB, que, como visto, se mostrou insuficiente e falho sob o aspecto procedimental.

92. Passando à fixação das penalidades, levo em consideração, de um lado, o impacto negativo causado à rentabilidade dos fundos geridos pela BRB que adquiriram as CCBs de emissão da Eletrodireto e da Cerâmica Gytoku. Por outro lado, como circunstância atenuante,

⁵⁰ Doc. SEI 0926949, fls. 7.016.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

considero os bons antecedentes da BRB e de seu diretor responsável e, ainda, os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade.

93. Assim, com fundamento no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, voto:

- i. Pela absolvição de **Global Capital 2000 Administradora de Recursos Financeiros S.A., Global Equity Administradora de Recursos Financeiros S.A., Patricia Araújo Branco, Marco Antonio de Freitas Pinheiro, Onito Barnabé Barbosa Junior e Carlos Valmer Pereira Thomé da Silva** de todas as imputações a eles realizadas neste processo;
- ii. Pela condenação de **BRB DTVM S.A.** à pena de multa pecuniária no valor de **R\$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais)**, por não ter empregado, no exercício de suas atividades, o cuidado e a diligência exigidos pela regulamentação aplicável, em infração ao art. 14, II, da ICVM nº 306/1999;
- iii. Pela condenação de **Rogério Magalhães Nunes** à pena de multa pecuniária no valor de **R\$125.000,00 (cento e vinte e cinco mil reais)**, por não ter empregado, no exercício de suas atividades, o cuidado e a diligência exigidos pela regulamentação aplicável, em infração ao art. 14, II, da ICVM nº 306/1999; e
- iv. Pela absolvição de **Flávio José Couri** da imputação de infração ao art. 14, II, da ICVM nº 306/1999 c/c art. 65-A da ICVM nº 409/2004.

94. Finalmente, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado à Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro para as providências cabíveis⁵¹.

É como voto.

Rio de Janeiro, 10 de novembro de 2020.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro
Diretora Relatora

⁵¹ Doc. SEI 0926974, fls. 7.556-7.560.