



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/3161

(Processo Eletrônico SEI nº 19957.010705/2019-82)

Reg. Col. 9961/15

**Acusados:** Global Capital 2000 Administradora de Recursos Financeiros S.A.  
Global Equity Administradora de Recursos Financeiros S.A.  
Julius Haupt Buchenrode  
Patrícia Araújo Branco  
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.  
José Carlos Lopes Xavier de Oliveira

**Assunto:** Apurar responsabilidades por eventuais infrações a deveres fiduciários de gestores e administradores de fundos de investimento quando da aquisição e acompanhamento de CCBs.

**Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SIN para apurar a responsabilidade de Global Capital, Global Equity e respectivos diretores responsáveis, Patrícia Branco e Julius Buchenrode, por alegadas irregularidades relacionadas a aquisições de CCBs para as carteiras dos Fundos de crédito privado geridos pelas Gestoras, ocorridas no período de setembro de 2006 a maio de 2007.

2. A tais acusados foram imputadas responsabilidades pelas seguintes infrações: (i) adoção de prática não condizente com a relação fiduciária que deveriam manter com os cotistas dos Fundos, ao não terem revelado situações de conflito de interesses em que se encontravam (em inobservância ao disposto no art. 14, II<sup>2</sup>, da ICVM nº 306/1999<sup>3</sup>, em sua redação original); (ii) falta de diligência e lealdade para com os cotistas dos Fundos geridos quanto à aquisição de CCBs

---

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

<sup>2</sup> Na redação original (em vigor à época dos respectivos fatos): Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: (...) 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; (...).

<sup>3</sup> A ICVM nº 306/1999, vigente à época dos fatos, foi posteriormente revogada pela ICVM nº 558/2015.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

para as respectivas carteiras e ao acompanhamento destes ativos (em inobservância ao disposto no art. 14, II, da ICVM nº 306/1999, também em sua redação original), quanto às condutas praticadas até 30.03.2007, e, quanto às condutas subsequentes, ao art. 65-A, I<sup>4</sup>, da ICVM nº 409/2004<sup>5</sup>); e (iii) descumprimento do disposto no Regulamento do fundo UNICRED FIM (em inobservância ao disposto no art. 65, XIII<sup>6</sup>, da ICVM nº 409/2004).

3. Adicionalmente, pesam acusações em face de BNY Mellon (administradora dos Fundos) e José Carlos Oliveira (diretor responsável pela administração de carteiras) por alegada (i) falha na fiscalização do serviço prestado pelas Gestoras no que se refere à inobservância do Regulamento do UNICRED FIM, em infração ao art. 65, XV<sup>7</sup>, da ICVM nº 409/2004; e (ii) falta de diligência por terem sido omissos em relação à aquisição de CCBs pelo UNICRED FIM, em infração ao art. 65-A, I, da ICVM nº 409/2004.

## II. PRELIMINAR

4. As Gestoras, Patrícia Branco e Julius Buchenrode arguíram, em sua defesa conjunta, preliminar de prescrição da pretensão punitiva da CVM, considerando que os fatos a eles imputados objeto deste PAS ocorreram entre setembro de 2006 e maio de 2007 e o Termo de Acusação, que é de 22.04.2014, foi recebido pelos acusados apenas em julho de 2014, ou seja, mais de sete anos depois, quando já teria transcorrido integralmente o prazo prescricional quinquenal estabelecido no art. 1º da Lei nº 9.873/1999<sup>8</sup>.

5. Alegam que acusações relativas a datas tão longínquas impõem aos acusados dificuldade de recuperar documentos e informações, comprometendo seu direito à ampla defesa e ao contraditório. Também se reportam aos princípios da moralidade e da eficiência da administração pública para afirmar que “[a] transferência do ônus da defesa e da produção de provas de forma extemporânea aos Defendentes, quase 8 (oito) anos após a ocorrência dos

---

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> A ICVM nº 409/2004, vigente à época dos fatos, foi posteriormente revogada pela ICVM nº 555/2014.

<sup>6</sup> Art. 65. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: (...) XIII – observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto.

<sup>7</sup> Art. 65. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: (...) XV – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.

<sup>8</sup> Art. 1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia, objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

*eventos e dos fatos que deram origem ao processo em referência, não encontra abrigo em nosso ordenamento jurídico*<sup>9</sup>.

6. Ressaltam, ainda, que “(...) trocas de ofícios internamente na CVM, simples inspeção nas Gestoras e/ou envio de pedidos de esclarecimentos às Gestoras e aos respectivos diretores”<sup>10</sup> não representam atos inequívocos destinados à apuração dos fatos, que pudessem ensejar a interrupção do prazo prescricional, nos termos do art. 2º da Lei nº 9.873/1999<sup>11</sup>. Do contrário, tal pretensão punitiva poderia “se eternizar indefinidamente no tempo”<sup>12</sup> por meio da reiteração de tais atos, de tempos em tempos, ofendendo princípios basilares do ordenamento jurídico.

7. Porém, ao contrário do alegado pelos referidos acusados, antes de transcorrido o prazo de cinco anos previsto no art. 1º da Lei 9.873/1999, houve diversos atos que importaram em inequívoca apuração dos fatos objeto deste PAS, aptos, portanto, a interromper o decurso do prazo prescricional<sup>13</sup>. Ainda, conforme entendimento pacífico e consolidado deste Colegiado, a interrupção da contagem do referido prazo prescricional pode ocorrer mais de uma vez<sup>14</sup>.

8. Além disso, reputo improcedente a alegada dificuldade na recuperação de documentos e informações, dado que as imputações objeto deste PAS derivaram de investigações conduzidas no âmbito de cinco processos administrativos distintos<sup>15</sup>, instaurados em datas mais próximas aos fatos, incluindo duas inspeções, com expedição de ofícios aos acusados que tinham, assim, plena ciência de que as operações conduzidas em nome dos Fundos estavam sob exame da CVM.

9. Por fim, ressalto que os Acusados tiveram acesso integral aos autos deste PAS e, conseqüentemente, a todos os documentos referidos pela Acusação. As Gestoras e seus então

---

<sup>9</sup> Doc. SEI 0887121, fls. 950.

<sup>10</sup> Idem.

<sup>11</sup> Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência.

<sup>12</sup> Doc. SEI 0887121, fls. 950.

<sup>13</sup> Aponto, exemplificativamente, o Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-1 Nº 002/2010 de 26.05.2010 (Doc. SEI 0886962, fls. 33-66); o Ofício SIN/GIF nº 2.355/2009, de 18.09.2009 (Doc. SEI 0887052, fls. 542-543) e o Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-3 Nº 09/2009, de 12.11.2009 (Doc. SEI, fls. 560-595).

<sup>14</sup> Manifestação do então Presidente Leonardo P. 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.

<sup>15</sup> PA RJ2008/9608, PA RJ2009/6485, PA RJ2010/4830 e PA RJ2013/13530.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

diretores acusados neste processo produziram, inclusive, provas pericial e testemunhal<sup>16</sup>, inexistindo qualquer prejuízo ao pleno exercício de seu direito de defesa.

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

### III. MÉRITO

#### III.1. GESTORAS E SEUS DIRETORES

11. Com relação às Gestoras e seus respectivos diretores responsáveis, a Acusação imputou responsabilidades por infrações referentes a três conjuntos de condutas distintas, ainda que todas elas relacionadas à gestão dos Fundos.

12. Um deles relativo à adoção de prática não condizente com a relação fiduciária que deveriam manter com os cotistas, ao não revelarem situações de conflito de interesses em que se encontravam quanto a certas aquisições de CCBs pelos Fundos. Outro, mais abrangente, por falta de diligência e lealdade para com os cotistas dos Fundos em aprovações de aquisição de CCBs e no acompanhamento desses ativos e de suas garantias. E, por fim, uma conduta bastante específica, referente à não instauração de comitê de investimentos, que estava expressamente previsto no Regulamento de um dos Fundos geridos e que não chegou a ser constituído.

#### *Conflito de Interesses na Gestão dos Fundos*

13. Começo pelo exame da infração relativa à não divulgação, pelas Gestoras aos cotistas dos Fundos, do potencial conflito de interesses decorrente do fato de que atuaram na estruturação de certas CCBs, bem como de que empresa ligada às Gestoras (i.e. a Firma P) prestou serviços a AAI, que atuaram na distribuição de tais CCBs que vieram a ser adquiridas pelos Fundos, tendo recebido como remuneração parte da comissão paga aos AAI<sup>17</sup>.

14. A discussão se ampara na relação fiduciária existente entre os gestores e os fundos e seus cotistas. Frise-se, de plano, que a Acusação não sustenta que as Gestoras estavam proibidas de atuar em situação de conflito (como, de fato, não lhes era vedado e permanece não sendo), mas que a ausência da revelação do referido conflito aos cotistas dos Fundos geridos consubstanciou prática não condizente com tal relação fiduciária.

---

<sup>16</sup> Doc. SEI 0887345, fls. 4.113-4.246.

<sup>17</sup> Os fatos referidos para embasar a acusação ocorreram em período anterior a 30.03.2007 (i.e. antes do advento da ICVM nº 450/2007). Assim, após recapitulação jurídica dos fatos, as condutas dos acusados restou capitulada como descumprimento do disposto no art. 14, II, da ICVM nº 306/1999 (na redação vigência à época dos fatos), que requer o emprego, pelo gestor, no exercício de sua atividade, “do cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios”, *standard* geral de conduta a refletir dever fiduciário do gestor.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

15. Com efeito, a regulamentação da atividade de administração de carteira se vale de diferentes estratégias para lidar com os conflitos de interesses. Enfatiza-se a natureza fiduciária de atividade e enuncia-se os deveres daí decorrentes, que apontam para o cuidado com a proteção e prevalência dos interesses dos investidores. Em paralelo, se requer a divulgação de informações aos clientes sobre potenciais conflitos de interesses.

16. Os fatos subjacentes à referida acusação ocorreram antes do advento da ICVM nº 450/2007, de 30.03.2007, que alterou a redação do art. 14, II<sup>18</sup>, da ICVM nº 306/1999, para acrescentar, ao inciso que já tratava do emprego do cuidado e diligência aplicável à referida relação fiduciária, referência expressa à obrigação de atuar com lealdade em relação aos interesses dos clientes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida. A ICVM nº 450/2007 replicou também tal disposição, em substância, no regramento, à época, aplicável aos Fundos, ao introduzir o art. 65-A, I<sup>19</sup>, na ICVM nº 409/2004. A mesma estratégia regulatória foi mantida, em linhas gerais, pela ICVM nº 558/2015 e ICVM nº 555/2014, que sucederam o referido quadro normativo<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> **ICVM nº 306/1999**: Redação original: 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 pela **ICVM nº 450/2007**: 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.

<sup>19</sup> **ICVM nº 409/2004**: 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.

<sup>20</sup> **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



## 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](http://www.cvm.gov.br)

17. Entretanto, por óbvio, isso não quer dizer que até março de 2007 os gestores de fundos de investimento não estivessem obrigados a atuar com lealdade em relação aos fundos geridos e seus cotistas, tampouco que a não divulgação de sua atuação em situação de conflito de interesses fosse compatível com a relação fiduciária que, desde sempre, pautou a natureza jurídica do referido relacionamento.

18. Ao contrário, pode-se asseverar, com segurança, que a diligência exigida dos administradores de carteiras (aí incluídos os gestores de fundos), como regra de conduta, já era pautada pela boa-fé objetiva, que exige das partes, em uma relação negocial, lealdade, transparência e cooperação, estabelecendo, portanto, uma relação de confiança entre elas. Assim sendo, em que pese a redação original do art. 14, II, da ICVM nº 306/1999, não contivesse referência expressa ao termo “lealdade”, a conduta cuidadosa e diligente das Gestoras não poderia deixar de contar com plena transparência e lealdade para com os cotistas dos Fundos quanto ao que poderia influir em seu processo decisório, uma vez que se trata de padrão de conduta inerente à própria natureza fiduciária da relação, a abranger, por certo, eventual existência de potencial conflito de interesses no exercício de sua atividade.

19. Entendo, portanto, que, após recapitulação jurídica dos fatos neste PAS, a não revelação pelas Gestoras, aos cotistas dos Fundos, de potencial conflito de interesses existente quando da aquisição de certas CCBs, poderia, em tese, configurar descumprimento ao art. 14, II, da ICVM nº 306/1999 (na redação vigência à época dos fatos), por sua incompatibilidade com a relação fiduciária protegida pelo dever geral de cuidado e diligência em atenção aos negócios geridos em benefício dos fundos e seus cotistas.

20. Resta, contudo, analisar se, no caso concreto, a Acusação se desincumbiu do ônus de comprovar a irregularidade. 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.

---

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 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)



## 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](http://www.cvm.gov.br)

21. Tal debate se coloca quando se está diante de uma regra de proibição baseada na existência do conflito de interesses. 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.

22. Não é, entretanto, o que ocorre neste caso, pois, como dito, se está diante de acusação quanto à adoção de prática não condizente com a relação fiduciária que deveria ser mantida com os clientes apenas em função da não divulgação aos cotistas do potencial conflito de interesses. Vale ressaltar que, ao fundamentar sua visão sobre a materialidade dessa infração, a Acusação não arguiu que essa falha informacional tenha dado causa às perdas sofridas pelos Fundos em razão do inadimplemento de CCBs.

23. De todo modo, a meu ver, são irrelevantes para a análise dessa infração os argumentos das defesas no sentido de que as receitas auferidas pela Firma P decorreram de contratos de prestação de serviço lícitos e celebrados em bases equitativas com os AAls e que não havia proibição legal taxativa a que as Gestoras ou seus diretores responsáveis fossem titulares de participação em outras sociedades não reguladas pelo mercado de valores mobiliários que prestam serviço a intermediários de mercado, em paralelo à atividade de gestão de carteiras.

24. A infração apontada pela SIN, repise-se, diz respeito a uma suposta falha informacional (pertinente à não divulgação de potencial conflito de interesses), incompatível com a relação fiduciária mantida, e que, segundo a tese acusatória, teria ocorrido em duas situações: (i) em aquisições de CCBs cuja estruturação fora realizada por uma das Gestoras; e (ii) em aquisições de CCBs que geraram pagamento de comissões a empresa ligada às Gestoras (a Firma P).

### ***Atuação das Gestoras na Estruturação de CCBs***

25. Sobre a primeira situação, a Acusação tomou por base reclamação apresentada à CVM por um dos cotistas de um dos Fundos, que alegou desconhecimento quanto ao fato de que as Gestoras teriam atuado na estruturação das CCBs, com o seguinte teor:

(...) a Global Capital e a Globalvest eram contratadas para estruturar a documentação necessária à emissão de CCBs e para avaliar quais seriam as características do título, isto é, qual seria seu valor total, em quantas parcelas se daria o pagamento, qual a remuneração que a empresa emitente pagaria ao titular da cédula, quais seriam as garantias oferecidas, etc. (fl. 418).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

Em seguida, por meio de deliberação tomada em seus próprios comitês internos, manifestava-se favoravelmente à aquisição desses mesmos títulos. Então, finalmente escolhia qual dos fundos de investimento por ela geridos seria o comprador do título (fl. 418).

**Cada vez que essas CCBs eram efetivamente adquiridas, as empresas do Grupo Global, na qualidade de estruturadoras das operações, recebiam determinada remuneração. Assim, compreendem-se as razões pelas quais não havia interesse em fazer uma análise tecnicamente cuidadosa e diligente dos títulos, pois o objetivo era apenas “fechar” a outra ponta: garantir a compra do título por um dos fundos que geria, incluindo o Representante**<sup>21</sup>. (grifei)

26. Com efeito, se, dentre o universo de ativos disponíveis, a aquisição de um ou mais proporcionaria, às Gestoras ou a pessoas relacionadas a elas ou aos seus sócios e administradores, remuneração adicional e independente da remuneração percebida pela gestão dos Fundos, parece-me evidente o potencial conflito de interesses. Em tais circunstâncias e independentemente da efetiva influência no processo decisório pertinente às aquisições pelos Fundos ou de seu resultado para os cotistas, entendo que a existência do potencial conflito deveria ter sido revelada aos cotistas, preservando as bases da relação fiduciária.

27. Entretanto, do exame da documentação constante dos autos relativa aos processos decisórios de aquisição das CCBs pelas Gestoras em nome dos Fundos, é possível confirmar, apenas em parte, as afirmações contidas na reclamação do referido cotista.

28. Embora tenha sido possível constatar que as Gestoras atuaram na estruturação de ao menos parte das CCBs, bem como que aprovaram a aquisição, para as carteiras dos Fundos, de CCBs por elas estruturadas, não restou comprovado que, a cada vez que tais CCBs eram adquiridas, as Gestoras recebiam remuneração pelo “sucesso” da venda e que por isso deixavam proposadamente de fazer uma análise tecnicamente cuidadosa e diligente dos referidos títulos.

29. De alguns dos relatórios de *rating* juntados aos autos<sup>22</sup>, consta informação de que as Gestoras atuaram na estruturação de CCBs adquiridas pelos Fundos, mas isso se aplica apenas a parte delas e também a somente alguns dos relatórios. Além disso, observo que as atas de reuniões dos comitês de crédito das Gestoras constantes dos autos, que trataram de CCBs posteriormente adquiridas, bem como as Apresentações de Crédito que lhes davam suporte, não informavam qual seriam os fundos de investimento adquirentes, indicando que tal alocação ocorreria posteriormente.

---

<sup>21</sup> Doc. SEI 0886962, fls. 16.

<sup>22</sup> Note-se que a apresentou um rol exemplificativo de CCBs Acusação, mas não enumerou todas as CCBs que foram estruturadas pelas Gestoras nem apresentou (tampouco esclareceu) se de todos os respectivos relatórios de *rating* constava tal informação. Também constam dos autos relatórios de *rating* de CCBs não estruturadas pelas Gestoras.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

30. A Acusação apontou que existia um potencial conflito de interesse das Gestoras na aquisição de tais CCBs e que nos regulamentos dos Fundos inexistia qualquer dispositivo que alertasse os cotistas a respeito. Além disso, aduziu que as decisões relativas às aquisições não estavam protegidas pela regra da decisão negocial (*business judgment rule*), uma vez que, dentre outros argumentos<sup>23</sup>, as Gestoras “*possuíam, por óbvio, interesse financeiro na operação já que ganhavam nas duas pontas da operação e tinham todo o interesse na distribuição das CCBs*”<sup>24</sup>.

31. Por outro lado, os acusados não negaram sua atuação na estruturação de CCBs, mas refutaram que tal atuação representasse um conflito de interesses das Gestoras com os Fundos. Pelo contrário, a seu ver, tal envolvimento serviria como demonstração de sua diligência na defesa dos interesses dos Fundos, pois participaram “*ativamente das discussões relacionadas à estrutura dos ativos, negociação de garantias, fluxo de pagamentos, prazos de carência e demais condições do investimento a ser realizado*”<sup>25</sup>. Há, portanto, um claro reconhecimento quanto à atuação das Gestoras no processo de estruturação e modelagem de CCBs, incluindo, ao menos, a desses títulos foram posteriormente adquiridos pelas Gestoras em nome de fundos por elas geridos.

32. Os Acusados arguíram também que os regulamentos dos Fundos continham disposições autorizando operações tendo as Gestoras ou empresas ligadas como contrapartes e até mesmo investimentos diretos e que a atuação das Gestoras era de conhecimento dos cotistas dos Fundos, tendo em vista que tal informação constava, com destaque, em suas apresentações institucionais e dos próprios relatórios de *rating*, documentação essa amplamente compartilhada com os cotistas. Nesse sentido, sugerem que teriam dada a devida transparência aos fatos.

33. O exame da controvérsia requer, assim, avaliação sobre se a atuação das Gestoras na estruturação de CCBs (i) consubstanciava potencial conflito de interesses; e (ii) era de conhecimento dos cotistas.

34. Sobre o primeiro aspecto, segundo a SIN, a remuneração percebida pelas Gestoras por ocasião da prestação de serviços de estruturação das CCBs faria com que elas tivessem “*todo o interesse na distribuição das CCBs*”<sup>26</sup>. Ainda que não tenha havido comprovação de que se tratasse de uma remuneração variável, tampouco que estivesse condicionada à efetiva colocação das CCBs (como alegado pelo cotista reclamante já referido), o argumento, a meu ver, não deixa de ser

---

<sup>23</sup> A Acusação também aduziu que as decisões de investimento não eram informadas ou refletidas, como será abordado mais adiante neste Voto.

<sup>24</sup> Doc. SEI 0886962, fls. 012.

<sup>25</sup> Doc. SEI 0887121, fls. 972.

<sup>26</sup> Doc. SEI 0886962, fls. 012.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

pertinente. Isso porque o sucesso na colocação de CCBs estruturadas pelas Gestoras, no mínimo, se prestava a alimentar a prospecção de novos serviços de estruturação.

35. É claro que o potencial conflito de interesses restaria ainda mais evidente se, ao decidir pela aquisição de certa CCB cuja estruturação tivesse contado com os serviços das Gestoras, essas garantissem o recebimento de remuneração baseada na efetiva colocação dos títulos. Em se tratando, porém, de uma remuneração fixa, recebida antes da tomada de decisão em nome dos Fundos, o potencial conflito de interesses é menos óbvio. De toda forma, mesmo que não houvesse uma remuneração sobre o “sucesso” da colocação (já que isso não restou comprovado nos autos), concordo com a tese acusatória, uma vez que havia clara continuidade, em estruturações subsequentes, de prestação de serviços remunerados e alheios às atividades de gestão dos Fundos.

36. Acerca do segundo aspecto, a documentação indicada pelas Gestoras, ao contrário do alegado em suas razões de defesa, não trouxe evidências de que os cotistas eram por elas informados quanto à sua atuação na estruturação das CCBs. Em que pese haver indicação expressa, em relatórios de *rating* das CCBs, do nome das Gestoras como estruturadoras do ativo, a meu ver, tais documentos evidenciam apenas que a referida atuação não se dava de modo escondido ou escamoteado, o que, de toda maneira, sequer é alegado.

37. Como dito, não havia proibição a que as Gestoras prestassem tais serviços nem se está discutindo que houvesse intenção de enganar. Entretanto, na documentação trazida aos autos não se constata a adoção de procedimento ou prática voltada à revelação do potencial conflito de interesses aos cotistas pelas Gestoras<sup>27</sup>.

38. À época dos fatos, não havia a obrigatoriedade para as agências classificadoras de risco de crédito de divulgar os relatórios produzidos<sup>28</sup>. Entretanto, embora tais documentos não fossem sigilosos e, no caso de CCBs, tivessem como destinatários primordiais, investidores qualificados, tais como os fundos de investimento e seus cotistas, não há evidência nos autos de que tenham sido, de fato, encaminhados aos cotistas dos Fundos. Além disso, tampouco continham referência expressa à situação de potencial conflito de interesses.

39. Os Regulamentos dos Fundos, por sua vez, eram genéricos, e referiam-se a operações em que as Gestoras ou pessoas ligadas fossem contrapartes dos Fundos, o que não ocorria no caso.

---

<sup>27</sup> Não há, inclusive, comprovação de que os relatórios de *rating* tenham sido enviados aos cotistas dos Fundos.

<sup>28</sup> O que só veio a acontecer com a edição da ICVM nº 521, de 25.04.2012: Art. 12. A agência de classificação de risco de crédito deve manter página na rede mundial de computadores com as seguintes informações: (...) VI – relatórios de classificação de risco de crédito que tenha elaborado e suas atualizações; (...).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

40. Em síntese, portanto, entendo que restaram configuradas situações de potencial conflito de interesses que não foram devidamente informadas aos cotistas dos Fundos, concluindo assim pela procedência da acusação de adoção de prática não condizente com a relação fiduciária que os acusados deveriam manter com os cotistas dos Fundos a fim de atender ao padrão de conduta erigido no art. 14, II, da ICVM nº 306/1999.

### *Atuação da Firma P na Intermediação de CCBs adquiridas pelos Fundos*

41. Ainda segundo a Acusação, outra situação em que se configurou a adoção de prática não condizente com a relação fiduciária que as Gestoras deveriam manter com os cotistas se deu em razão de não ter sido revelado potencial conflito de interesses relacionado a aquisições de CCBs de emissão da CELG pelos Fundos, que ocorreram em 2006.

42. Não constava da documentação de estruturação e emissão das CCBs da CELG nem dos respectivos relatórios de *rating* qualquer menção sobre o interesse das Gestoras ou de pessoas a elas ligadas ou ligadas a seus sócios ou administradores (como a Firma P) na distribuição das referidas CCBs, o que não foi contestado pelos acusados.

43. A controvérsia nesse ponto reside na configuração ou não do conflito de interesses.

44. Conforme descrito no Relatório, tais aquisições foram intermediadas pelos AAIs LR e MB, tendo o sócio majoritário da LR informado, a inspetores da CVM, que a empresa “*tem atuação focada no mercado de títulos de renda fixa privada e dirigida para investidores institucionais. Desta forma, a 212LR possui contratos de intermediação com instituições que atuam neste segmento de renda fixa privada e que possam oferecer produtos de interesse para investidores institucionais*”<sup>29</sup>.

45. Cabe destacar que as Gestoras atuaram, com os Bancos Estruturadores, na estruturação de diversas CCBs e que os investidores institucionais em questão já eram cotistas dos Fundos. Das investigações que originaram este PAS, não restou esclarecido qual era, efetivamente, o papel desempenhado pelos AAIs na distribuição das referidas CCBs. Não que isso possa constituir evidência de irregularidade, mas, em certa medida, coloca em xeque o fundamento econômico-financeiro das mediações realizadas por meio de LR e MB.

46. Nesse contexto, informações bancárias obtidas pelos inspetores da CVM comprovaram que parcela considerável das comissões auferidas pelos AAIs (totalizando R\$2.109.847,62) foi repassada à Firma P, que tinha, entre seus sócios: (i) Patrícia Branco, também

---

<sup>29</sup> Doc. SEI 0887052, fls. 566.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

sócia e diretora responsável pela atividade de administração de carteiras e membro do comitê de investimentos da Global Equity, além de membro do comitê de investimentos da Global Capital; e (ii) M.P., sócio, diretor e membro do comitê de investimentos das duas Gestoras e que, além de sócio da Firma P, era também seu administrador.

47. A justificativa dada pela Firma P para amparar tais recebimentos foi a de que prestou serviços de “aconselhamentos, em linhas gerais, com vistas à identificação de interessados em negócios relacionados às atividades daquelas empresas”<sup>30</sup>, mas não revelou que clientes teriam sido indicados aos AAIs, alegando que “serviços dessa espécie são sempre realizados sob compromisso de não revelação das pessoas envolvidas”<sup>31</sup>.

48. Independentemente da justificativa para os pagamentos feitos por meio dos AAIs (que não são objeto de acusação específica), parece-me evidente que os referidos sócios e administradores das Gestoras encontravam-se em situação de potencial conflito de interesses, beneficiando-se de remuneração nas “duas pontas”, tendo em vista os vínculos com a Firma P.

49. Nesse contexto, como dito, mesmo que não haja vedação *a priori* e que não se tenha a atuação em conflito de interesses como irregular, entendo que a transparência da fonte e da extensão de tal potencial conflito de interesses aos cotistas era indispensável e não ocorreu no caso.

50. Ademais, é absolutamente irrelevante para a análise da conduta dos acusados o argumento trazido pelas defesas de que as CCBs de emissão da CELG foram integralmente quitadas, sendo certo que o potencial conflito de interesses poderia afetar a isenção das Gestoras na escolha do ativo e não a capacidade da emissora em adimplir com as obrigações contratadas.

51. Por fim, destaco que os respectivos diretores responsáveis pela atividade de administração de carteiras, Patrícia Branco e Julius Buchenrode, eram membros dos respectivos Comitês de Crédito, juntamente com M.P., e que, nessa condição, tinham conhecimento e aprovavam as aquisições de CCBs da CELG. Portanto, suas responsabilidades pela infração decorrem também de seu direto envolvimento com as operações.

52. Pelo exposto, entendo que restou configurada a responsabilidade das Gestoras e de seus respectivos diretores, pela adoção de prática não condizente com a relação fiduciária que deveriam manter com os cotistas, ao não revelarem situações de conflito de interesses em que se encontravam, em inobservância do disposto no art. 14, II, da ICVM nº 306/1999.

---

<sup>30</sup> Idem, fls. 593.

<sup>31</sup> Idem.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### ***Falta de Diligência e Lealdade para com os cotistas dos Fundos***

53. As Gestoras e seus respectivos diretores responsáveis pela atividade de administração de carteira foram também acusados por falta de diligência e lealdade para com os cotistas dos Fundos geridos quanto à aquisição de CCBs e ao acompanhamento destes ativos, em infração ao art. 14, II, da ICVM nº 306/1999 (em sua redação original), quanto às condutas praticadas até 30.03.2007, e ao art. 65-A, I, da ICVM nº 409/2004, quanto às condutas subsequentes.

54. Quanto ao art. 14, II, da ICVM nº 306/1999, cabem aqui as mesmas observações já feitas neste voto acerca da natureza fiduciária da relação tida entre as Gestoras e os fundos e seus cotistas, bem como no sentido de que, em que pese a redação original do dispositivo não conter, em sua literalidade, referência expressa à “lealdade”, tal dever era ínsito à conduta cuidadosa e diligente de que já tratava a norma antes da alteração promovida pela ICVM nº 450/2007.

55. Para facilitar a compreensão dos fatos subjacentes, sigo a mesma abordagem feita pela Acusação, que os divide em função de duas atividades relacionadas aos investimentos dos Fundos em CCBs: (i) decisões de aquisição; e (ii) acompanhamento desses ativos e de suas garantias.

### ***Aquisições de CCBs***

56. Especificamente com relação às aquisições de CCBs pelas Gestoras para as carteiras dos Fundos, cumpre, de plano, ressaltar que envolvem decisões nitidamente negociais e rotineiras, atinentes à função primordial exercida pelo gestor.

57. Releva também 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*)<sup>32</sup>, originalmente desenvolvida para casos envolvendo decisões negociais tomadas por administradores de companhias.

58. Assim, decisões de investimento tomadas por gestores de fundos devem ser, em princípio, 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. Cabe aferir, porém, se foram atendidos os pressupostos de aplicação da *business judgment rule* consoante erigidos na jurisprudência, o que significa que, para tanto, tais decisões devem ter sido tomadas de modo

---

<sup>32</sup> 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](http://www.cvm.gov.br)

informado, refletido e desinteressado.

59. Se assim for, ao se avaliar 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” nem se haveria outras opções de investimento disponíveis no mercado “mais rentáveis” igualmente ou mesmo “menos arriscadas” do que as escolhidas pelo gestor.

60. Antes de tudo, porém, as decisões da CVM que buscaram sistematizar a aplicação da *business judgment rule* reiteram 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. E, de todo modo, a proteção conferida pela aplicação da regra da decisão negocial não alcança imputações de falta de lealdade, mas apenas de diligência.

61. Neste caso, a Acusação não aponta para indícios de fraude ou má-fé, mas sustenta a inaplicabilidade da *business judgment rule* mesmo com relação às condutas que consubstanciaram falta de diligência porque as decisões subjacentes não foram tomadas de modo informado, refletido e desinteressado. Tratarei dos aspectos pertinentes à informação e à reflexão mais adiante. Por ora, repiso que, a meu ver, não estamos diante de decisões desinteressadas. Isso tendo em vista a existência do conflito de interesses em relação à aquisição de CCBs pelos Fundos de cuja estruturação as Gestoras participaram, bem como quanto às CCBs de emissão da CELG (em que, como dito, foi comprovado o repasse de comissões dos AAI para a Firma P).

62. Com efeito, verifico que os documentos acostados aos autos, notadamente os relatórios de *rating* já anteriormente referidos, comprovam a atuação da Gestora na estruturação das CCBs citadas no Termo de Acusação e cuja aquisição e acompanhamento são objeto das imputações de responsabilidade aos acusados por falta de diligência e lealdade<sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> Dos Relatórios de *Rating* das CCBs da CELG, datados de 16.08.2006 e setembro de 2006, não consta indicação de estruturação por qualquer das Gestoras (Doc. SEI 0887242, fls.1.899-1.923). Entretanto, do Relatório de *Rating* das CCBs da Ebate, de novembro de 2006, consta indicação da Global Capital como estruturadora (Doc. SEI 0886962, fls. 67-105) e o mesmo se repete nos Relatórios referentes às CCBs da Alutech, datados de 04.06.2007 e de 04.07.2008 (Docs. SEI 0886965, fls. 241-253), no das CCBs da Expresso Cruzeiro do Sul, de 12.06.2007 (Doc. SEI 0886965, fls. 226-231) e no das CCBs da NewPet, de 04.06.2007 (Doc. SEI 0886965, fls. 294-299). Já do Relatório de *Rating* das CCBs da Zoomp S.A., de fevereiro de 2007, consta a Globalvest Asset Management (antiga denominação da Global Equity) como estruturadora e no da mesma emissora, e no de 20.02.2008, a Global Capital (Doc. SEI 0887221, fls. 1.381-1.401 e Doc. SEI 0886965, fls. 357-363). No Relatório das CCBs da Logistic, de 14.05.2007, a Globalvest é a estruturadora (Doc. SEI 0886965, fls. 284-293). No das CCBs da Papéis Sudeste, de 29.09.2008, consta novamente a Global Capital como estruturadora (Doc. SEI 0886965, fls. 254-260). No Relatório de *Rating* das CCBs Julian Marcuir, de Dezembro de 2007, não há identificação expressa de um estruturador, mas há um trecho de que consta o seguinte: "Com finalidade de garantir mais segurança à operação, a Global Capital se compromete a assumir o papel de responsável pelo monitoramento das garantias e Covenants estabelecidos" (Doc. SEI 0886965, fls. 261-283).



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

63. Pelas razões já expostas, tais circunstâncias evidenciavam a existência de um potencial conflito de interesses e, portanto, entendo que o padrão de revisão das condutas reputadas como não diligentes não está adstrito à revisão sob a ótica estritamente procedimental, cabendo verificar se foram revestidas de cuidados redobrados e análises técnicas condizentes.

64. A propósito, tomo emprestadas as palavras do Diretor Relator Henrique Machado em seu voto no PAS CVM nº RJ2014/12081, julgado em 18.06.2019, acompanhado por unanimidade pelo Colegiado:

Com efeito, no que tange a aquisição, por fundo de investimento em participações, de **ativo em que exista conflito de interesses**, é importante ressaltar que a Instrução CVM nº 391/03 não veda, por completo, tal prática. No entanto, **é imperioso que situações como estas devam ser revestidas de cuidados redobrados com análises técnicas precisas e claras**, além de **indubitável transparência nas informações**. (grifos aditados)

65. Neste caso, a Acusação concluiu pela quebra de deveres fiduciários nas aquisições de CCBs para as carteiras dos Fundos, com fundamento em quatro argumentos principais:

- a) No mesmo período das aquisições das CCBs havia debêntures disponíveis no mercado com remuneração superior e níveis de risco similares ou inferiores aos das CCBs selecionadas;
- b) As CCBs foram adquiridas pelos Fundos a preços muito acima da curva dos papéis, considerando seus preços de emissão, o que implicou em alto *spread* em favor dos Bancos Estruturadores que, por vezes, ficaram com os títulos por prazos inferiores a 24 horas, o que reduziu a rentabilidade para os Fundos, demonstrando que o processo de aquisição desconsiderava a relação risco x retorno dos ativos;
- c) As Gestoras não adotavam, previamente às aquisições de CCBs, os procedimentos mínimos, que já eram aplicados pelos gestores de fundos à época e que, depois, vieram a ser explicitados no Ofício-Circular CVM/SIN/nº 02/2010;
- d) As Gestoras não adotavam os cuidados que seriam esperados de um gestor minimamente diligente, justificando suas aquisições tão somente em relatórios de *rating* e em um documento interno denominado “Apresentação de Crédito”, observando, ainda, que foram adquiridas CCBs para os Fundos mesmo quando os respectivos relatórios de *rating* continham apontamentos relevantes, como o fato de terem sido elaborados com base em informações financeiras não auditadas<sup>34</sup> e insuficiência das garantias fornecidas<sup>35</sup>, sendo que as Apresentações de Crédito sequer fizeram menção a tais apontamentos.

66. Ainda que os acusados não estejam protegidos pela regra da decisão negocial, concordo com as críticas feitas pelas defesas e pela perícia técnica apresentada quanto ao método

<sup>34</sup> Foram os casos das CCBs de emissão de Expresso Cruzeiro do Sul Ltda, Alutech, Papéis Sudeste, Julian Marcuir, Logistic e Newpet.

<sup>35</sup> Foram os casos das CCBs de emissão de Expresso Cruzeiro do Sul Ltda e Zoomp S.A.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

utilizado pela Acusação de comparar a rentabilidade das CCBs adquiridas com debêntures negociadas no mesmo período. Para além das diferentes características dos títulos e das garantias prestadas, bem como dos mercados e oportunidades de negociação, não cabe ao julgador arbitrar quais seriam as escolhas mais rentáveis nem menos arriscadas, imiscuindo-se nas escolhas feitas pelo gestor. A propósito, cabe lembrar que o gestor não tem obrigação de resultado (e sim de meio) nem tampouco a obrigação de sempre adquirir os melhores ativos, sob as melhores condições.

67. Mesmo que, do ponto de vista econômico-financeiro, se pudesse concluir que as debêntures elencadas pela Acusação eram investimentos que ofereciam melhor relação de risco x retorno do que as CCBs adquiridas para as carteiras dos Fundos, tal análise não se prestaria a fundamentar conclusão de que houve falta de diligência na aquisição das CCBs.

68. No caso, porém, não se pode perder de vista que a acusação transborda a falta de cuidado e diligência, pois a SIN reputou que os acusados também atuaram com falta de lealdade para com os Fundos e seus cotistas. Quanto a isso, é relevante esclarecer, desde logo, a necessidade de que reste evidenciada a atuação dolosa dos acusados, ou seja, que atuaram deliberadamente, colocando seus próprios interesses na frente dos interesses dos fundos e seus cotistas.

69. Nesse contexto, vale citar as precisas palavras do Presidente Marcelo Barbosa, em seu voto no PAS CVM nº 19957.011774/2007-41, julgado em 17.12.2019, acompanhado por unanimidade pelo Colegiado, bem como o precedente por ele referido:

41. Isso porque o dever de diligência envolve uma análise eminentemente procedimental que, no caso dos fundos de investimento, traduz-se sobretudo na avaliação da adoção de controles internos adequados para o desempenho das atividades de seus prestadores de serviços. O descumprimento do dever de diligência pressupõe, portanto, a ausência do emprego de meios adequados para impedir a materialização de riscos imputáveis a esses agentes.

42. O **dever de lealdade**, por sua vez, demanda uma análise dos próprios atos do agente além do aspecto procedimental, de forma que sua violação exige a **comprovação de um ato tomado deliberadamente em detrimento daqueles com quem ele mantém uma relação fiduciária** – no caso, os cotistas. Foi este o entendimento do Colegiado ao analisar o PAS CVM nº RJ2015/12087, relator diretor Pablo Renteria, j. em 24.07.2018:

“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.”

(grifos aditados)



## 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](http://www.cvm.gov.br)

70. A propósito, a Acusação apresentou cálculos e evidências de que as CCBs foram adquiridas pelos Fundos a preços muito acima da curva dos papéis, considerando seus preços de emissão, e de que os Bancos Estruturadores auferiram altos *spreads*, tendo, na maior parte das vezes, alienado as CCBs aos Fundos no próprio dia em que as adquiriram<sup>36</sup>.

71. Esses aspectos, considerados isoladamente, também não seriam, de *per se*, comprovação de falta de diligência e lealdade dos Gestores, pois mesmo que revelem maior onerosidade para os Fundos, pagar “caro” por um ativo é uma das possíveis consequências de um processo decisório pouco diligente e desleal, mas não é prova dele.

72. Entretanto, no contexto em que verificados, tais aspectos ganham outra dimensão, justamente porque, (i) estava-se diante de situação de potencial conflito de interesse (portanto, decisão interessada); (ii) a significativa rentabilidade das operações para os Bancos Estruturadores se deu em detrimento da rentabilidade das operações para os Fundos e as Gestoras estavam, por assim dizer, nas “duas pontas”; (iii) mesmo se desconsiderarmos o “paralelo” feito com relação a debêntures disponíveis no mercado, a Acusação teve êxito em demonstrar que não havia fundamento econômico que justificasse o descolamento entre o preço de emissão das CCBs e o preço da cessão aos Fundos nos curtíssimos intervalos de tempo em que se passaram e a defesa não apresentou qualquer argumento convincente em sentido contrário.

73. Nas palavras da própria defesa, as CCBs eram “*estruturadas sob medida para determinados investidores*” (no caso, os Fundos) e foi inclusive assim que justificou as cessões que foram feitas no mesmo dia da emissão. Ainda segundo as defesas, a cobrança de *spread* era prática regular de mercado. Mas, claramente, a Acusação não se insurge simplesmente contra a cobrança de *spreads*, mas sim contra elevadíssimos *spreads* que não encontravam amparo em justificativa econômico-financeira para tanto<sup>37</sup>.

74. Some-se à referida onerosidade das operações para os Fundos (i) o fato de que as Gestoras prestavam serviços de estruturação das CCBs aos Bancos Estruturadores (sendo para tanto remuneradas) e, portanto, conheciam os preços de emissão; e (ii) a comprovação feita pela Acusação da remuneração auferida pela Firma P ao menos em função da distribuição das CCBs de emissão da CELG; elementos que, a meu ver, denotam, em seu conjunto, a falta de lealdade na atuação dos acusados.

75. O terceiro argumento trazido pela Acusação diz respeito à imputação por falta de diligência. Para a SIN, havia outras diligências que deveriam ter sido adotadas pelas Gestoras antes

---

<sup>36</sup> Como ilustram as tabelas constantes do termo de Acusação, entre outros dados e documentos nos autos.

<sup>37</sup> Doc. SEI 0886962, fls. 15.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

da aquisição das CCBs, servindo-se, para tanto, de referências ao teor Ofício-Circular CVM/SIN/Nº02/2010<sup>38</sup>, de 15.06.2010.

76. Nesse ponto, entendo que merecem acolhida as ponderações trazidas pelas defesas de que o referido Ofício-Circular foi editado apenas anos depois das aquisições (que, em sua maior parte, ocorreram de 2006 a 2007) e que a análise neste PAS não deve ser realizada com o viés de retrospectiva, baseando-se em padrões de conduta atualmente adotados, mas sim à luz dos parâmetros mínimos de diligência exigidos do gestor à época dos fatos.

77. Em que pese a Acusação ter ressaltado (i) não estar realizando imputações de infração com base no Ofício-Circular (o que não poderia mesmo fazer, tendo em vista que não se trata de ato de caráter normativo); e (ii) que sua edição teve como objetivo “*esclarecer quais os procedimentos mínimos que exemplificavam as formas de cumprimento de normas já existentes que vinham sendo aplicadas pelos administradores e gestores de fundos de investimento*”<sup>39</sup>, fato é que o Ofício-Circular foi o primeiro expedido pela SIN a enumerar as diligências mínimas que, no seu entendimento, deveriam ser observadas pelos administradores e gestores de fundos quando da aquisição de CCBs

78. É fato também que os gestores já vinham adquirindo CCBs para as carteiras dos fundos de investimento quando da edição do Ofício-Circular e cada um deles adotava as medidas que reputava necessárias e adequadas para conduzir às suas decisões de investimento, sem que existisse um parâmetro mínimo estabelecido pelo Regulador. Diante disso, a SIN concluiu que os processos decisórios das Gestoras não poderiam ser considerados diligentes, visto não incluírem algumas medidas que viriam a ser mencionadas no Ofício-Circular, mas que, já à época dos fatos, “*vinham sendo aplicadas pelos administradores e gestores de fundos de investimento*”<sup>40</sup>.

79. A lógica proposta pela Acusação, a princípio, encontra amparo nos precedentes do Colegiado, que já decidiu<sup>41</sup> que na ausência de critérios objetivos para atestar a diligência, deve se utilizar o comportamento do “homem ativo e probo” como referência. Em se tratando de comando

---

<sup>38</sup> Idem, fls. 224-225.

<sup>39</sup> Doc. SEI 0886962, fls. 08.

<sup>40</sup> Idem.

<sup>41</sup> Nessa linha, destaco o seguinte trecho do voto do Diretor Relator Pedro Oliva Marcílio Dias no PAS CVM nº RJ2005/8542, j. em 29.08.2006: “48. Na ausência de maior especificação normativa ou de precedentes aplicáveis, parece-me que o nível mínimo deveria ser o do homem ativo e probo, que é o standard previsto para o administrador de companhia aberta. A esse respeito, a CVM vem, conforme corretamente apontado pelos defendentes, tentado evitar a análise do mérito da decisão” (grifos aditados).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

normativo direcionado aos administradores de carteiras<sup>42</sup>, me parece que práticas amplamente adotadas dentre tais participantes do mercado constituem referência apropriada.

80. Contudo, neste caso, a Acusação não apresentou evidências a amparar sua afirmação. Note-se que a própria edição do referido Ofício-Circular indica que fragilidades nos processos de seleção de CCBs pelos fundos de investimentos não eram problemas pontuais, enfrentados por apenas algumas instituições, mas dispersos o suficiente a reclamar uma orientação ampla aos participantes, ao invés de ações de fiscalização específicas.

81. Desta feita, ainda que alguns (ou mesmo vários) gestores de investimentos já adotassem as medidas mencionadas no Ofício-Circular antes de sua publicação, inexistência evidência nos autos quanto a quais práticas já seriam, à época, de tal forma difundidas no mercado, que sua inobservância pudesse denotar, de *per se*, uma atuação não diligente.

82. Passando ao quarto argumento apresentado, tem-se, então, finalmente o exame do processo de seleção de CCBs pelas Gestoras para os Fundos. Segundo a Acusação, houve falta de diligência, pois esse se baseava tão somente no relatório de *rating* e em um documento interno denominado “Apresentação de Crédito”, que não atendia aos “*cuidados que razoavelmente se poderia esperar de qualquer gestor, minimamente diligente*”<sup>43</sup>.

83. Para além dos aspectos já analisados anteriormente nesse voto, a SIN reputou que as decisões das Gestoras de adquirir tais CCBs para os Fundos não foram informadas nem refletidas, porque desconsideraram informações relevantes constantes dos relatórios de avaliação de risco de crédito (Relatórios de *Rating*)<sup>44</sup> que não foram sequer espelhadas nas Apresentações de Crédito, que constituíam o documento interno produzido para as reuniões do Comitê de Crédito.

84. As Apresentações de Crédito continham uma estrutura padrão, com pequenas variações: (i) dados da empresa emissora, (ii) dados da operação, (iii) histórico da emissora, (iv) mercados de atuação, (v) análise financeira da empresa, (vi) análise dos riscos e parecer.

85. Dito, assim, as Gestoras aparentavam contar com um processo estruturado de coleta e organização de informações sobre as emissoras e os títulos de crédito, voltadas a subsidiar a tomada de decisão quanto às aquisições de CCBs para os Fundos. O problema, entretanto, é que,

---

<sup>42</sup> Categoria que abrange tanto os administradores fiduciários como os gestores de recursos.

<sup>43</sup> Doc. SEI 0886962, fls. 09.

<sup>44</sup> Tal documentação (Doc. SEI 0886965, fls. 226-363) é composta por Relatórios de *Rating* e Apresentações de Crédito referentes a aquisições de CCBs de emissão da Expresso Cruzeiro do Sul (fls. 226-240); Alutech Alumínio Tecnologia Ltda (fls. 241-253 e 300-310), Indústria de Papéis Sudeste Ltda. (fls. 254-260 e 311-320), Julian Marcuir Indústria e Comércio Ltda (fls. 261-283 e 321-328), Logistic Network Technology Com. Imp. Exp. Ltda (fls. 284-293 e 329-346), Newpet Indústria e Comércio de Plásticos Ltda. (fls. 294-299 e 347-356) e Zoomp S.A. (fls. 357-363).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

na prática, o teor das Apresentações de Crédito era bastante incompleto, inclusive quando contrastado com as ressalvas que constavam dos próprios Relatórios de *Rating*.

86. Nesse sentido, a Acusação apontou e evidenciou falhas por omissão de conteúdo nas operações de aquisição de sete CCBs elencadas no Termo de Acusação, indicando em cada um dos respectivos Relatórios de *Rating* informações relevantes para a avaliação de risco da operação que não foram mencionadas na correspondente Apresentação de Crédito. E não que essas apresentações fossem extremamente enxutas. Em verdade, tratava-se de documento de várias páginas que reproduzia diversas outras informações menos importantes, preparados, em grande medida, de modo bastante protocolar.

87. Exemplo disso é a informação dada pela agência avaliadora de risco de crédito quanto a que suas análises haviam sido feitas a partir de balanços não auditados, que constou dos Relatórios de *Rating* das CCBs de emissão de Expresso Cruzeiro do Sul, Alutech Alumínio Tecnologia Ltda., Indústria de Papéis Sudeste Ltda., Julian Marcur Ind. e Com. Ltda., Logistic Network Technology Com. Imp. Exp. Ltda. e Newpet Indústria e Comércio de Plásticos Ltda.

88. Concordo que se trata de ressalva relevante do ponto de vista informacional. Cabe destacar que as agências de *rating* eram contratadas e remuneradas pelos emissores das CCBs por ela classificadas e se baseiam fortemente nas informações obtidas diretamente da empresa. Ao mesmo tempo, os emissores têm todo o interesse em obter a melhor classificação possível, o que contribuiria para a captação dos recursos de que a emissora necessitava. No caso, as classificações de risco de crédito referentes às CCBs que viriam a ser adquiridas pelos Fundos derivaram, em grande medida, de informações financeiras sem qualquer verificação por terceiros.

89. Isso não deixa de ser uma situação que, não raro, ocorre no mercado de crédito e, por certo, não implica em dizer que as Gestoras estariam impedidas de adquirir tais ativos de crédito privado. Entretanto, em linha com a tese acusatória, entendo que, dentro de uma revisão mais rigorosa da diligência necessária para a tomada de decisões no caso, os riscos objeto de destaque nos Relatórios de *Rating* deveriam ter sido ponderados, inclusive no que tange a esclarecimentos acerca da governança adotada pelas emissoras e da acuidade das informações financeiras ou, ao menos, requeria que tal situação fosse contemplada na política de investimentos dos Fundos.

90. Além disso, em relação às CCBs de emissão de Expresso Cruzeiro do Sul Ltda. e Zoomp S.A., a Acusação pontuou que as agências classificadoras de risco de crédito realizaram apontamentos acerca da insuficiência das garantias prestadas pela Zoomp (insuficientes para cobrir a integralidade do crédito) e pelo fato de as garantias prestadas pela Expresso Cruzeiro do Sul consistirem em créditos ainda não performados. Entretanto, não houve qualquer menção a tais



## 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](http://www.cvm.gov.br)

fatos nas respectivas Apresentações de Crédito nem nas atas das reuniões do Comitê de Crédito das Gestoras, muito menos qualquer análise sobre riscos e mitigações de risco a respeito disso.

91. Quanto a isso cabe salientar que a insuficiência ou mesmo a ausência de garantias reais ou fidejussórias não é, por si só, indicativo de maior ou menor risco de crédito (ao menos não sem a concomitante análise sobre o emissor, o garantidor e as garantias), tampouco requisito para investimento em títulos de crédito, sendo, sem dúvida, aspecto a ser avaliado em conjunto com outras características do emissor e da operação. Portanto, a crítica é pertinente não pelo fato em si mesmo, mas pela importância de que seja sopesado com os demais aspectos que compõe a análise de risco de crédito, compondo informação relevante para tomada de decisão informada e refletida.

92. Assim, concordo que tanto a confiabilidade e acuidade das informações financeiras quanto a suficiência (ou não) das garantias são aspectos elementares para uma análise diligente quanto à aquisição de títulos de crédito privado em geral. Portanto, devem ser e deveriam ter sido, à época dos fatos, objeto de atenção e avaliação pelas Gestoras, independentemente de orientação específica desta Autarquia nesse sentido.

93. A defesa asseverou que as Gestoras “*seguiram um rigoroso, exaustivo e diligente procedimento de verificação econômica, financeira, patrimonial e jurídica dos devedores*”<sup>45</sup>, o qual não teria se restringido à análise dos Relatórios de *Rating* e das Apresentações de Crédito, mas envolvia reuniões internas, com a participação das áreas de crédito das Gestoras, e que também ocorriam verificações *in loco* nos emissores de ativos a serem possivelmente adquiridos, ocasiões em que eram negociadas as garantias e ajustados os fluxos de caixa das operações<sup>46</sup>.

94. Aduziram as Gestoras que os investimentos eram precedidos da análise de informações e documentos obtidos com os emissores, que constavam de roteiro elaborado pelas Gestoras, em procedimento “*muito acima do mais elevado padrão diligente de conduta verificado nos longínquos anos de 2006 e 2007 no mercado brasileiro de crédito privado corporativo!*”<sup>47</sup>.

95. Todavia, a documentação de suporte apresentada pela defesa não se prestou a demonstrar que os pontos de atenção constantes dos Relatórios de *Rating* foram analisados nem que tenham sido discutidos e ponderados no processo decisório de aquisição das CCBs.

96. Ao contrário, da leitura das Apresentações de Crédito anexas aos autos, pode-se constatar que tais documentos eram predominantemente descritivos e que, em sua parte final,

---

<sup>45</sup> Doc. SEI 0887121, fls. 963.

<sup>46</sup> A documentação comprobatória do processo de seleção de ativos apresentadas pela defesa consta do Doc. SEI 0887141, fls. 1.120 e do Doc. SEI 0887260, fls. 2.646.

<sup>47</sup> Idem.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

expunham conclusões bastante genéricas, repetindo apenas aspectos positivos da operação e do emissor, com raras menções a riscos e muitas vezes, como visto, passando ao largo de apontamentos expressos nos Relatórios de *Rating*.

97. Outro ponto que chama atenção é que os processos decisórios das Gestoras para aquisição das CCBs de emissão de CELG<sup>48</sup>, Planave Navegação<sup>49</sup> e Eletrodireto<sup>50</sup>, consoante documentados nos autos pela defesa, não discorrem nem justificam os altos *spreads* com relação às curvas dos papéis, apontados pela Acusação<sup>51</sup>. E também da leitura das respectivas Apresentações de Crédito e das respectivas atas de reuniões do Comitê de Crédito verifica-se que as apresentações eram feitas com relação às operações tais como estruturadas, inexistindo referência aos valores que se estimava seriam pagos por tais ativos nem aos fundos adquirentes.

98. Independentemente das demais ponderações já feitas, a ausência de qualquer registro por parte das Gestoras do racional que teria justificado a aprovação das operações nos termos em que ocorreram revela uma condução pouco zelosa dos investimentos dos Fundos.

99. Quanto à alegação de que diversos outros ativos oferecidos às Gestoras e não foram adquiridos, pois não passaram no crivo das diligentes análises por elas conduzidas, entendo que essas não foram comprovadas, mas, de todo modo, não seria argumento relevante ao desfecho deste caso. A existência de decisões pela não aquisição de outros ativos não implica em reconhecimento de que o processo decisório quanto aos ativos de que se trata foi diligente, tampouco que a tomada de decisão com relação aos ativos de fato adquiridos tenha sido.

100. Melhor sorte não assiste ao argumento de que o exame da SIN foi realizado apenas quanto a uma pequena quantidade de operações. O cumprimento dos deveres de diligência e lealdade na aquisição de ativos para os fundos é elemento central na atuação do gestor, devendo pautar sua atuação em todas as operações com recursos de terceiros. Vale destacar que a Acusação comprovou relevantes omissões em diversas operações envolvendo CCBs, ativos de pouquíssima liquidez, cuja aquisição demanda análise cuidadosa, e que os aspectos que restaram evidenciados neste processo não se prestam a ilustrar apenas uma falha episódica e pontual.

101. Por todo o exposto, entendo caracterizada a responsabilidade das Gestoras pela inobservância dos deveres de diligência e de lealdade, restando evidente, também, a responsabilidade de seus respectivos diretores responsáveis pela atividade de administração de

---

<sup>48</sup> Doc. SEI 0887242, fls. 1.881-1.995.

<sup>49</sup> Doc. SEI 0887260, fls. 2.540-2.553.

<sup>50</sup> Doc. SEI 0887232, fls. 1.439-Doc. Sei 0887240, fls. 1.688.

<sup>51</sup> Doc. SEI 0886962, fls. 15.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

carteira, dado que a seleção de ativos era a atividade central sob sua responsabilidade e as infrações foram constatadas em operações realizadas com diversas CCBs, bem como diferentes fundos.

102. Ademais, foi possível verificar que em diversas operações a decisão final de aquisição do ativo pelas Gestoras foi registrada em atas de reuniões dos Comitês de Crédito de Global Equity e Global Capital<sup>52</sup> que contavam com as assinaturas de Patrícia Branco e Julius Buchenrode, respectivamente, em inequívoca demonstração de seu direto envolvimento no processo decisório.

### *Acompanhamento de CCBs e de suas Garantias*

103. Antes de passar ao último conjunto de acusações formuladas, cabe analisar a falta de diligência apontada pela Acusação quanto aos procedimentos de acompanhamento de CCBs e suas garantias, nos anos de 2008 e 2009.

104. A respeito, a SIN se reportou a ocorrências verificadas em relação a CCBs que compunham as carteiras dos fundos GLOBAL CAPITAL FIRF e UNICRED FIM, com relação aos quais selecionou uma amostra de cinco emissores que inadimpliram suas obrigações e, assim, resultaram em prejuízos aos fundos.

105. Inicialmente, vale ressaltar que ativos de crédito privado demandam dos gestores de fundos de investimento análises que vão muito além daquelas que ocorrem anteriormente à sua aquisição. Após a compra do ativo, o dever de diligência impõe ao gestor que continue monitorando a situação dos emissores, bem como das garantias prestadas, especialmente nas operações que preveem pagamentos que se protraem no tempo.

106. Tal monitoramento se traduz numa atuação preventiva para que, em certa medida, se possa antever eventuais problemas, de modo a que ainda seja possível avaliar e negociar com o emissor, por exemplo, uma nova estrutura de pagamentos ou a substituição de garantias originalmente pactuadas, o que nem sempre se viabiliza após a ocorrência de um inadimplemento.

107. No que tange ao acompanhamento dos emissores das CCBs, a SIN entendeu que não era realizado a contento pelas Gestoras, por basicamente duas razões: (i) quando solicitada a apresentação de documentação comprobatória desse monitoramento com relação a cinco das CCBs adquiridas pelos fundos em que ocorreu inadimplemento, as Gestoras enviaram relatórios de reavaliação de risco com datas posteriores à da solicitação; e (ii) o conteúdo dos referidos relatórios era “no mínimo, muito “otimista”, quanto aos altos riscos assumidos pelo Fundo nas

---

<sup>52</sup> Doc. SEI 0887141, fls. 1.120 e 1.121, Doc. SEI 0887221, fls. 1.331-1.334, Doc. SEI 0887232, fls. 1.529, Doc. SEI 0887240, fls. 1.689, Doc. SEI 0887242, fls. 1.819, 1.878-1.880, Doc. SEI 0887246, fls. 1.996, Doc. SEI 0887253, fls. 2.373, Doc. SEI 0887260, fls. 2.540, 2.554, 2.555.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

*aquisições e na manutenção das CCBs*<sup>53</sup> e incompatível com a provisão para perdas relativas a tais CCBs informadas aos cotistas dois meses antes, por meio de Fato Relevante<sup>54</sup>.

108. Em especial, reputou a SIN ter sido frágil o monitoramento das garantias das CCBs e apontou omissões com relação à constatação de exaurimento de garantias prestadas no caso das mesmas cinco CCBs (em que houve inadimplemento), tendo ressaltado a situação particular do UNICRED FIM, cujas cotas sofreram desvalorização de 33,95% com a provisão para perdas decorrentes do inadimplemento de três das referidas CCBs, sendo que duas delas sequer contavam com garantias, e que, em fevereiro de 2009, 10 das 13 CCBs adquiridas pelo referido fundo estavam inadimplentes.

109. Em primeiro lugar, observo que todas as cinco CCBs analisadas compunham a carteira de fundos que, à época dos problemas apontados pela SIN, eram geridos pela Global Capital, cujo diretor responsável pela atividade de administração de carteiras era Julius Buchenrode. Portanto, tais aspectos não foram apreciados com relação aos fundos então geridos pela Global Equity, sob a responsabilidade de Patrícia Branco.

110. Em segundo lugar, cabe reconhecer que a ocorrência de inadimplementos (*defaults*) por emissores e garantidores de títulos de crédito compõe o risco inerente a tais investimentos em crédito privado e tal fato em si, claramente, não se presta à caracterização de infração ao dever de diligência do gestor. Nesse ponto, entendo estarem corretas as alegações da defesa no sentido de que o dever de diligência constitui uma obrigação de meio e não de resultado<sup>55</sup>, bem como de que seria necessário haver nexo de causalidade entre a atuação não diligente do gestor e os prejuízos caso se pretendesse atribuir ao gestor responsabilidade pelas perdas sofridas pelos fundos.

111. Não obstante, ainda que seja desconsiderada a ocorrência de prejuízo pelos fundos para fins do exame da conduta dos referidos acusados, entendo que restou evidenciada neste caso a falta de diligência no acompanhamento das referidas CCBs - e isso restringindo a análise ao prisma estritamente procedimental.

112. Como bem ressaltado pela Acusação, a produção de relatórios de acompanhamento com datas posteriores à solicitação feita pela área técnica demonstrou que não tinham sido adotados procedimentos de registro ao longo do processo de monitoramento que, diga-se, deveria estar em curso. E mais, mesmo considerando os relatórios posteriormente produzidos, constatou-

---

<sup>53</sup> Doc. SEI 0886962, fls. 018.

<sup>54</sup> Doc. SEI 0887052, fls. 428.

<sup>55</sup> Note-se que o dever de monitoramento, de todo modo, não seria avaliado sob o prisma da *business judgment rule*, uma vez que não envolve uma decisão negocial, mas deve ser visto à luz do dever geral de diligência, como uma obrigação de meio e não de resultado.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

se que estavam desatualizados com relação às informações à época já disponíveis sobre a deterioração da capacidade de pagamentos das emissoras das CCBs<sup>56</sup>.

113. De igual forma, verificou-se o perecimento das garantias atreladas às mesmas CCBs<sup>57</sup>, sem que tenha havido comprovação de quaisquer providências das Gestoras (seja de que conteúdo fossem) para a sua regularização ou substituição. Note-se que a falta de diligência não está baseada no fato de que teriam sido tomadas medidas equivocadas ou de que não teriam sido adotadas as melhores providências, mas sim na inércia da gestora diante das circunstâncias dadas.

114. Os acusados alegaram que exerciam um diligente monitoramento periódico das carteiras dos Fundos e apresentaram extensa documentação anexa à defesa<sup>58</sup>, a qual, entretanto, não demonstra a efetiva implementação de uma rotina de monitoramento das CCBs e suas garantias, compatível com o cumprimento dos deveres fiduciários do gestor.

115. Um dos documentos apresentados foi o “Sumário Executivo do Processo de Acompanhamento de Rating, Garantias e quitação das CCBs”<sup>59</sup>, que previa a adoção de medidas de caráter preventivo de monitoramento das CCBs e suas garantias, bem como os procedimentos a serem seguidos uma vez detectados inadimplementos. Contudo, desse documento sequer consta data de elaboração ou indicação de quem seriam os responsáveis pelo seu conteúdo.

116. Além disso, a documentação atinente aos ativos que compunham as carteiras dos fundos anexada à defesa<sup>60</sup> evidencia a adoção tão somente de medidas de cobrança realizadas quando os emissores já estavam inadimplentes com suas obrigações. Tais providências são

---

<sup>56</sup> Foram realizadas avaliações positivas dos emissores Logistic, Julian Marcuir, Imprinta, Expresso Cruzeiro do Sul e Ebate em 22.09.2009 (Doc. SEI 0887066, fls. 631-644), sendo que, mais de dois meses antes, em 08.07.2009, tinha ocorrido a divulgação de Fato Relevante (Doc. SEI 0887052, fls. 428) sobre a constituição de provisões para perdas com relação a CCBs de emissão destas mesmas empresas.

<sup>57</sup> A partir de informações obtidas junto à Global Capital, a Acusação concluiu que: A **Expresso Cruzeiro do Sul** teve seus contratos vencidos, sem renovação, com os recebíveis tendo valor nulo, mas somente houve repactuação da dívida quando já havia cinco pagamentos em atraso; A **Imprinta** solicitou recuperação judicial em 26.11.2008, nesse período as duplicatas dadas em garantia venceram sem recomposição, mas somente no relatório de crédito de março de 2009 houve menção ao pedido de recuperação judicial; A **Julian Marcuir** fechou todas as suas lojas no segundo semestre de 2008, tornando nulo o valor dos recebíveis de cartão de créditos dados em garantia, mas os relatórios de crédito somente passaram a mencionar esse emissor em abril de 2009; A **Logistic** apresentou significativa queda de faturamento no segundo semestre de 2008, afetando negativamente o valor dos recebíveis dados em garantia, mas somente veio a ser mencionada nos relatórios de crédito em fevereiro de 2009, quando já estava inadimplente; e com relação a **Ebate**, houve o vencimento dos contratos dados em garantia e a empresa somente foi notificada de seu inadimplemento quando não havia mais créditos para honrar com a dívida.

<sup>58</sup> Doc. SEI 0887305, fls. 3.566-3.629.

<sup>59</sup> Doc. SEI 0887305, fls. 3.566-3.568.

<sup>60</sup> Foram enviadas diversas trocas de mensagens eletrônicas entre pessoas vinculadas às gestoras e cotistas, administradores, emissores e advogados sobre ativos com parcelas em atraso, assim como instrumentos de protesto.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

essenciais e sem dúvida também fazem parte do que se requer de um gestor diligente, mas não se prestam a suprir a verificada falta de monitoramento por parte da Global Capital.

117. Quanto ao argumento da defesa de que a Acusação não poderia ter concluído pela falta de diligência a partir da análise de apenas cinco operações de aquisição de CCBs, em um universo de 234 CCBs selecionadas pelas Gestoras para os Fundos e que havia em carteira outras CCBs de valores maiores que foram adimplidas, saliento que, pelas mesmas razões que impedem que a superveniência de prejuízos autorize a conclusão pela falta de diligência, o adimplemento dos títulos não comprova o adequado monitoramento da situação dos emissores e dos títulos.

118. Além disso, o que a SIN estava a apurar era se havia rotinas adequadas de monitoramento das CCBs e respectivas garantias, capazes de detectar a deterioração da situação econômico-financeira dos emissores ou problemas com as garantias. Nesse contexto, era natural a escolha de CCBs em que ocorreram eventos que os procedimentos da gestora deveriam identificar.

119. As metodologias que utilizam pequenas amostras para inferir o que ocorre no todo não estão imunes a gerar eventuais conclusões equivocadas, mas penso não ser o caso do presente PAS. Do contrário, ainda durante a fase de investigação, nas respostas aos ofícios de exigências e de solicitação de manifestação prévia e em suas defesas, os acusados poderiam ter demonstrado efetivas ações preventivas adotadas tanto no caso das CCBs da amostra quanto com relação às demais, o que, entretanto, não ocorreu.

120. Concluo, portanto, pela caracterização de falta de diligência em implementar rotinas adequadas de monitoramento das referidas CCBs e suas respectivas garantias, por parte da Global Capital e de seu diretor responsável, Julius Buchenrode, que à época também integrava o Comitê de Crédito, em infração ao art. 65-A, I, da ICVM nº 409/2004. O fato de Global Equity e Patrícia Branco não integrarem esse subconjunto de imputações, mas apenas o pertinente a aquisições de CCBs, será refletido na dosimetria da pena pertinente à infração de falta de diligência.

### ***Comitê de Investimentos no UNICRED FIM***

121. As Gestoras e seus então diretores responsáveis pela administração de carteiras também foram acusados de terem descumprido o art. 65, XIII, da ICVM nº 409/2004, por não terem observado, como gestores do fundo UNICRED FIM, as disposições constantes do seu Regulamento, o qual previa o funcionamento de um comitê de investimentos (“Comitê”) que não chegou a ser constituído.

122. Segundo evidenciado nos autos, o UNICRED FIM foi gerido pela Global Equity de 09.03.2005 a 27.08.2007 e pela Global Capital entre 27.08.2007 e 05.02.2010. Releva destacar



## 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](http://www.cvm.gov.br)

que era um fundo exclusivo de cotista único, investidor profissional.

123. Não há dúvida de que as Gestoras, no exercício de suas atividades, estavam adstritas à observância das disposições constantes do Regulamento do fundo. Consoante tal Regulamento, o Comitê deveria fixar os ativos de crédito privado que poderiam ser adquiridos pelo UNICRED FIM, que também seria responsável pela execução das deliberações do Comitê.

124. Diante disso, apontou a SIN que “o gestor deveria, antes de adquirir títulos de crédito privado como as CCBs, convocar o Comitê de Investimentos, o qual tinha o poder de eleger, em razão dos emitentes ou coobrigados, quais os ativos que poderiam integrar a carteira do UNICRED FIM”<sup>61</sup>. Em acréscimo, refutou a alegação das defesas de que a constituição do Comitê dependia de seu cotista único, por entender que:

[A] gestora deveria ter adotado mecanismos para assegurar o cumprimento do regulamento do Fundo. Somente a falta de diligência e o desleixo podem explicar o fato da gestora **não ter interagido com o administrador e o cotista único** do Fundo **para constituir e convocar o Comitê de Investimento previamente à aquisição de ativos. Alternativamente, o gestor poderia ter convocado, a qualquer tempo, assembleia geral de cotistas, nos termos do art. 50 da Instrução CVM nº 409, para tratar da constituição do Comitê de Investimentos ou mesmo da supressão de tal exigência** do Fundo.<sup>62</sup> (grifos adotados)

125. Destaco, inicialmente, que a afirmação da SIN de que não houve a constituição do comitê de investimentos do UNICRED FIM não foi contestada pelos Acusados, tendo tal fato restado incontroverso. De todo modo, cabe avaliar se o não funcionamento do Comitê implica em infração administrativa e, em caso positivo, de quem seria a responsabilidade.

126. A gestão dos fundos de investimento pressupõe acesso do gestor aos recursos a serem investidos e discricionariedade para a tomada de decisões de investimento, obviamente respeitadas as disposições do regulamento, devendo o gestor prestar contas, em regra, apenas posteriormente. Essa dinâmica faz parte da essência da gestão profissional e é o que propicia a tomada de decisões nas curtas janelas temporais que, em geral, se apresentam. Por outro lado, o controle *ex post* das operações realizadas abre espaço para uma certa vulnerabilidade com relação a eventuais prejuízos decorrentes de desvios na gestão do fundo ou descumprimentos de obrigações pelo gestor.

127. Nesse cenário, a definição da política e dos procedimentos relativos aos investimentos no regulamento do fundo constitui mecanismo fundamental para conferir maior clareza quanto aos limites de atuação do gestor, permitindo ao investidor uma melhor avaliação dos riscos a que estará

<sup>61</sup> Doc. SEI 0886962, fls. 24.

<sup>62</sup> Idem, fls. 25.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

exposto caso invista no fundo e fornecendo parâmetros objetivos para a fiscalização das operações realizadas. Não sem razão, a inobservância às disposições do regulamento do fundo e da política de investimentos configuram infração grave, na esfera administrativa, pelas regras da CVM<sup>63</sup>.

128. No caso em tela, não obstante a inexistência do Comitê estivesse em clara dissonância com o previsto no Regulamento do UNICRED FIM, entendo caber reparo à premissa que parece ter sido adotada pela Acusação de que as Gestoras eram as responsáveis pela constituição do Comitê por decorrência do previsto no Regulamento. Note-se que o Regulamento não continha disposição atribuindo tal obrigação especificamente às Gestoras, ainda que tivessem assento no Comitê e devessem convocá-lo para deliberações. A propósito, em sua literalidade, a redação do Regulamento, que pouco mudou em suas diferentes versões, pressupunha a existência do Comitê:

### Artigo 3

#### Parágrafo Segundo

O FUNDO tem um COMITÊ DE INVESTIMENTOS, nos termos do artigo 63, da Instrução CVM nº 409/04, composto por 3 (três) membros, sendo 2 (dois) indicados pelos cotistas e 1 (um) indicado pela GESTORA. Para cada membro indicado haverá um suplente designado pela mesma pessoa que indicou o titular. Cada membro titular, ou o seu suplente, tem direito a um voto nas reuniões do COMITÊ DE INVESTIMENTOS, observado a respeito adicionalmente, e sem prejuízo do presente Regulamento, aprovado por seus membros, o que segue: (...)  
(grifos adotados)

129. A então vigente ICVM nº 409/04 também não atribuía exclusivamente aos gestores dos fundos de investimentos essa responsabilidade e, embora essa fosse uma das possibilidades contempladas, previa-se também expressamente a iniciativa do cotista, em textual:

Art. 63. 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.

§1º As atribuições, a composição e os requisitos para convocação e deliberação dos conselhos e comitês deverão estar estabelecidos em regulamento.  
(grifos adotados)

130. Em realidade, neste caso, constata-se que havia, há anos, ao menos uma aquiescência tácita do cotista com relação à inexistência de constituição e funcionamento **formal** do Comitê.

---

<sup>63</sup> Consoante a norma à época vigente: ICVM nº 409/04 - art. 117. Considera-se infração grave, (...), as seguintes condutas em desacordo com as disposições desta Instrução: (...) IV – não observância à política de investimento do fundo; (...) IX – não observância às disposições do regulamento do fundo; (...).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

131. Pelos elementos trazidos aos autos, as Gestoras e seu diretores demonstraram, por meio de diversas mensagens eletrônicas trocadas entre funcionários do cotista único e seus próprios colaboradores<sup>64</sup>, sobre a situação da carteira e de ativos específicos do UNICRED FIM, bem como arranjos para reuniões presenciais entre eles, que, na prática, a ausência de constituição formal do Comitê não obstou a participação do cotista único nas decisões de investimento nem o acompanhamento da execução da política de investimentos, que eram as principais funções atribuídas pelo Regulamento ao Comitê, nos seguintes termos:

### Artigo 3 (...)

#### Parágrafo Segundo (...)

- e) o COMITÊ DE INVESTIMENTOS do FUNDO terá como funções básicas:
- i) acompanhar a execução da política de investimentos do FUNDO, assim como sua adequação ao presente regulamento;
  - ii) fixar os ativos passíveis de aquisição pelo FUNDO em razão dos emitentes ou coobrigados, determinando ainda à GESTORA a eventual redução ou eliminação de investimentos do FUNDO.

132. Quando analisadas as funções básicas elencadas acima conjuntamente com a composição e o quórum mínimo de aprovação previstos no Regulamento (conforme dispositivo transcrito a seguir), verifica-se que o Comitê estava previsto como instrumento para viabilizar uma ativa participação e controle pelo cotista único do UNICRED FIM em relação aos principais elementos pertinentes à gestão do fundo.

### Artigo 3

#### Parágrafo Segundo

O FUNDO tem um COMITÊ DE INVESTIMENTOS, nos termos do artigo 63, da Instrução CVM nº 409/04, **composto por 3 (três) membros, sendo 2 (dois) indicados pelos cotistas e 1 (um) indicado pela GESTORA**. Para cada membro indicado haverá um suplente designado pela mesma pessoa que indicou o titular. Cada membro titular, ou o seu suplente, tem direito a um voto nas reuniões do COMITÊ DE INVESTIMENTOS, observado a respeito adicionalmente, e sem prejuízo do presente Regulamento, aprovado por seus membros, o que segue: (...)

- d) as decisões do COMITÊ DE INVESTIMENTOS **somente serão válidas quando tomadas por no mínimo dois de seus membros presentes**, e serão registradas em livro de atas; (...)

(grifos aditados)

<sup>64</sup> Doc. SEI 0887314. Fls. 3.741-3.861.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

133. Constatou-se, assim, que, antes de mais nada, a previsão regulamentar de funcionamento do Comitê do UNICRED FIM espelhava, em essência, instrumento de governança para viabilizar a atuação do próprio cotista único<sup>65</sup>, o qual, entretanto, restou inerte não tendo demandado a sua formalização, pois, na prática, à luz das evidências apresentadas, vê-se que era respeitada a sua participação ativa, nos termos em que concebida.

134. Não que isso seja suficiente, para isentar os prestadores de serviços do Fundo de observar as formalidades previstas no Regulamento, certamente não quanto àquelas que se traduzem em cumprimentos de regras da CVM ou que tenham especial relevância em prol da transparência e divulgação ao mercado.

135. De todo modo, no que tange a disposições específicas de governança de trato apenas interno entre prestadores de serviço e o cotista único, em regulamento de fundo exclusivo de investidor profissional, entendo que, em caso de inobservância, o julgador, à luz do contexto fático-probatório que se apresente, deve sopesar seus eventuais impactos para o cotista e demais prestadores de serviços do fundo antes de concluir pela existência de infração.

136. Não deixo de reconhecer que, de fato, as Gestoras poderiam “*ter interagido com o administrador e o cotista único do Fundo para constituir e convocar o Comitê de Investimento previamente à aquisição de ativos*”<sup>66</sup>. Entendo, inclusive, haver parcela de responsabilidade atribuível às Gestoras e seus diretores responsáveis, quanto à não instauração do Comitê para a tomada das deliberações pertinentes à luz do disposto no Regulamento, tendo em vista que cabia ao gestor convocar as reuniões do Comitê e dar cumprimento às suas deliberações.

137. Entretanto, a meu ver, a dissonância apenas formal entre o previsto no Regulamento e o modo como na prática se dava a participação efetiva do cotista único esvazia a materialidade delitativa neste caso, não justificando a aplicação de penalidade administrativa aos referidos acusados, especialmente quando o cotista único, principal interessado na instauração do Comitê e responsável pela indicação da maioria dos seus membros, restava inerte, indicando estar satisfeito que sua participação na gestão do fundo ocorresse de maneira informal.

138. Por essa razão, concluo pela absolvição dos acusados quanto a esta infração.

---

<sup>65</sup> Nesse contexto, não se verifica, propriamente, uma adesão pelo cotista a um regulamento previamente elaborado, mas a constituição de veículo que se amolda às necessidades do investidor, que, em regra, negocia ou influi na redação dos dispositivos regulamentares, bem como em suas alterações posteriores, a qualquer tempo.

<sup>66</sup> Doc. SEI 0886962, fls. 25.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### III.2. ADMINISTRADORA E SEU DIRETOR

#### *Diligência na Aquisição de CCBs*

139. Em decorrência das investigações que resultaram neste PAS, a SIN entendeu ter restado configurada a responsabilidade da BNY Mellon (Administradora dos Fundos) e de seu então diretor responsável, José Carlos Oliveira, por infração ao art. 65-A, I, da ICVM nº 409/2004, decorrente de atuação não diligente em relação à aquisição de CCBs de emissão da Ebate Construtora Ltda (“Ebate”) para a carteira do UNICRED FIM realizada em janeiro de 2009.

140. A esse respeito, segundo a Acusação, ao menos desde novembro de 2008, a Administradora tinha conhecimento “[d]as dificuldades da Ebate Construtora Ltda. em cumprir compromissos de pagamento de CCBs adquiridas por fundos administrados”<sup>67</sup>, mesmo que, à época, ainda não tivesse ocorrido inadimplemento pela devedora.

141. A Administradora, por sua vez, ressaltou que o que ocorria, à época, era um descasamento temporário do fluxo de caixa da referida empresa e que não indicava uma incapacidade de honrar suas dívidas. Observou, ainda, que as Gestoras vinham adquirindo CCBs de emissão da Ebate para o UNICRED FIM desde a constituição do fundo, em 2005, sem quaisquer inadimplementos.

142. De todo modo, a SIN entendeu que a Administradora poderia ter evitado, ao menos em parte, os prejuízos que vieram depois a ser suportados pelo UNICRED FIM, porém a BNY Mellon teria sido omissa com relação à aquisição dos referidos títulos por tal fundo, o que se deu em janeiro de 2009, tendo pontuado inexistir “qualquer questionamento formulado pela BNY Mellon ao Gestor sobre essa aquisição, ignorando os riscos de perdas para o Fundo, o que acabou acontecendo (...)”<sup>68</sup>.

143. Com vistas a comprovar o conhecimento prévio pela Administradora quanto às dificuldades financeiras da Ebate, a SIN se reportou a Relatório de Crédito de emissão da BNY Mellon, datado de novembro de 2008, do qual constava o seguinte:

Ebate: Está havendo um **descasamento entre o prazo de recebimento dos clientes e o prazo de pagamento de fornecedores**. Os fornecedores são dispersos, o que dificulta uma negociação de alongamento do prazo de seus pagamentos para ir de encontro ao recebimento do fundo, que pelas empresas contratantes, normalmente atrasam sem alguma negociação. Simplesmente definem prorrogação com simples aviso, criando uma **defasagem** entre os

<sup>67</sup> Idem.

<sup>68</sup> Doc. SEI 0886962, fls. 13 e 14.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

pagamentos programados e o recebimento postergado. Conforme definido entre a Global e a Ebate, esta se compromete a efetuar o pagamento, antes de vencer a próxima parcela com o seguinte fluxo: (...) <sup>69</sup> (grifos aditados)

144. A meu ver, a tese acusatória é insubsistente por pelo menos duas razões.
145. A primeira é que não cabe ao administrador de fundo de investimento impedir aquisições de ativos amparadas em decisão de investimento que está na esfera de atribuições do gestor, até mesmo porque, via de regra (e, no caso, não era diferente), as operações dos fundos prescindem de uma autorização do administrador para ocorrer. Mesmo que se constate que o administrador do fundo tinha conhecimento de informação sobre risco de crédito do emissor de título a ser adquirido, isso não leva automaticamente à conclusão de que se ele não agiu para impedir a conclusão do negócio isso consubstanciaria uma atuação não diligente do administrador. Não cabe atribuir ao administrador responsabilidade por não ter evitado eventual prejuízo ao não obstar a realização do negócio, pois sua verificação, como bem aponta a defesa da Administradora<sup>70</sup>, ocorre *ex post*.
146. A segunda é que a análise da operação que incumbe ao administrador do fundo é de adequação à política de investimentos e não de mérito. Se o fundo de investimento conta com um gestor diferente do administrador, é justamente porque seus cotistas confiaram ao primeiro a atribuição de avaliar e selecionar os melhores negócios e ao segundo de verificar se o primeiro está exercendo suas funções dentro dos limites estabelecidos no regulamento e nas normas aplicáveis, aferindo seu enquadramento.
147. A propósito, vale destacar as precisas ponderações trazidas na seguinte passagem do voto da Diretora Relatora Ana Dolores Novaes, no PAS CVM nº RJ2012/6987, julgado em 13.08.2013, no que foi acompanhada pelo Colegiado, por unanimidade:

12. Embora o contrato entre administrador e gestor possa condicionar a realização de determinadas operações à prévia aprovação do administrador, essa não é prática comum para os fundos regulados pela Instrução CVM nº 409/04. Nada mais natural, uma vez que tal prática burocratizaria a gestão da carteira do fundo e, em certa medida, contraria a própria lógica de terceirizar a gestão de carteira, que visa ganhos de eficiência decorrentes de uma maior especialização de funções. O administrador, naturalmente, não está desobrigado de verificar o enquadramento dos fundos cuja gestão foi terceirizada, mas para preservar o funcionamento eficiente do fundo, essa fiscalização é feita *a posteriori*. (...)

17. Conforme já destacado, não se exige que o administrador, para cumprir o

<sup>69</sup> Doc. SEI 0886962, fls. 13.

<sup>70</sup> Como aduzido pela defesa da Administradora: “29. O administrador, por sua vez, e como regra geral, só tem acesso às informações acerca dos ativos adquiridos pelo gestor em nome do fundo quando tais informações lhe são repassadas, ou seja, em momento posterior (“pós-trade”).” (Doc. SEI 0887121, fls. 840).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

disposto no art. 65, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04, fiscalize previamente a aquisição de determinado título ou valor mobiliário pelo gestor, **muito menos que exerça um juízo prévio de valor dos títulos e/ou valores mobiliários que são selecionados pelo gestor.**

(Grifos adotados)

148. A Acusação, por sua vez, não aponta para qualquer descumprimento do Regulamento, de normas nem de atribuições específicas da Administradora, o que, como visto, seria necessário para que a ausência de questionamentos por parte da BNY Mellon à gestora caracterizasse eventual falta de diligência no exercício de suas atribuições.

149. Assim, entendo serem im procedentes as imputações de inobservância do dever de diligência realizadas em face de BNY Mellon e José Carlos Oliveira com relação à referida aquisição de CCBs de emissão da Ebate.

### ***Fiscalização do Gestor pelo Administrador***

150. Por fim, a SIN entendeu que a não instauração do comitê de investimentos previsto no Regulamento do UNICRED FIM, já detalhada neste voto, para além de ter caracterizado infração por parte das Gestoras, evidenciou falha da Administradora e seu diretor responsável pela atividade de administração de carteiras na fiscalização da atuação das Gestoras, em infração ao disposto no art. 65, XV, da ICVM nº 409/2004, que impõe ao administrador a obrigação de fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.

151. Para a Acusação, a Administradora deveria ter atuado perante as Gestoras para obter a confirmação de que as aquisições de ativos pelo UNICRED FIM eram submetidas, previamente, à avaliação do Comitê de Investimentos.

152. Em sua defesa, a Administradora trouxe argumentos semelhantes aos das Gestoras com relação às especificidades de fundos exclusivos de investidores qualificados, ponderando que “...nesse tipo de fundo a atuação do administrador e do gestor deve ser avaliada sob uma ótica distinta daquela aplicável aos fundos com diversos investidores, especialmente se não qualificados.”<sup>71</sup>. Não deixo de concordar com a argumentação, em alguma medida, observadas as ressalvas já feitas neste voto.

153. Vale, ainda, destacar que não se está afastando a imputação de responsabilidade administrativa neste caso pelo simples fato se tratar de investidor profissional, cotista único, de fundo exclusivo, mas sim pelo tipo de irregularidade e pela dinâmica que, à luz do contexto fático,

---

<sup>71</sup> Doc. SEI 0887121, fls. 848.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

especificamente comprovado, se observava, evidenciando que a ausência de formalização do Comitê não afastou a submissão das operações à análise do referido cotista.

154. Ademais, ainda que caiba explicitar que o cumprimento diligente do dever de fiscalização pelo administrador do fundo<sup>72</sup> não se confunde com a obrigação do gestor de respeitar o disposto no Regulamento e que, portanto, a absolvição de um não implica, necessariamente, na do outro, pelas razões expostas quando da análise da conduta das Gestoras, não vejo, neste caso, justificativa para responsabilizar a Administradora, tampouco seu diretor.

155. Nesse particular, quanto ao acusado José Carlos Oliveira, cabe pontuar, ainda, que, mesmo reconhecendo a validade da opção regulatória da CVM refletida na criação de um centro de imputação e do estímulo a condutas diligentes<sup>73</sup>, entendo que, neste caso, a Acusação pecou ao não apontar qualquer relação entre a alegada omissão da Administradora e a atuação do referido diretor<sup>74</sup>. Tampouco evidenciou que o cumprimento da referida previsão regulamentar específica do UNICRED FIM estaria abrangida pelo dever do acusado, enquanto diretor responsável pela atividade de administração de carteiras, de assegurar a implementação de procedimentos e controles internos necessários para o cumprimento por parte da BNY Mellon das regras aplicáveis.

156. Pelo exposto, concluo pela absolvição dos referidos acusados.

#### IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

157. Em conclusão, a meu ver restou configurada a responsabilidade das Gestoras e de seus diretores responsáveis pela atividade de administração de carteiras (i) tanto com relação à adoção de prática não condizente com a relação fiduciária que deveriam manter com os cotistas dos Fundos, ao não terem revelado situações de potencial conflito de interesses em que se encontravam, (ii) quanto no que tange à inobservância de seus deveres de diligência e de lealdade

---

<sup>72</sup> Note-se que o dever do administrador de fiscalizar terceiros contratados pelo fundo constitui obrigação de meio e não de resultado e que a análise quanto a seu cumprimento implica em avaliação sobre se as verificações implementadas eram compatíveis com a atividade fiscalizada.

<sup>73</sup> Cabe citar o seguinte trecho do voto do Diretor Relator Otávio Yazbek, no PAS CVM nº RJ2010/9129, j. em 09.08.2011: “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.”

<sup>74</sup> Nesse sentido, o acusado destacou o seguinte trecho do voto do então presidente da CVM Marcelo Trindade no PAS CVM nº 03/97, j. em 09.09.2004: “Se é assim, não me parece possível que se alcance o cumprimento da norma do art. 2º da Lei 9.784/99 sem o exame das condutas pessoais de cada um dos indiciados, em comparação com as normas de conduta por eles supostamente infringidas, isto é, sem encontrar-se o aspecto subjetivo da atuação. A medida da culpa ou do dolo, da desídia ou da intenção, é elemento fundamental para a imposição de sanção proporcional, isto é, adequada à ação ou à omissão indevidas, e portanto obediente ao princípio da proporcionalidade.”



## 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](http://www.cvm.gov.br)

para com os cotistas dos Fundos com referência à aquisição das CCBs de que trata este PAS.

158. Em relação a Global Capital e Julius Haupt Buchenrode, concluo, ainda, por sua responsabilização por falta de diligência também no acompanhamento de CCBs e suas garantias.

159. Para fins de dosimetria, levo em consideração, de um lado, que as infrações envolveram práticas reiteradas ao longo de significativo período de tempo e não falhas pontuais. E, por outro lado, como atenuante, considero os bons antecedentes dos acusados em questão.

160. Por todo o exposto, com fundamento no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, voto:

I – pela **absolvição** de:

**a) Global Capital 2000 Administradora de Recursos Financeiros S.A., Global Equity Administradora de Recursos Financeiros S.A., Patrícia Araújo Branco e Julius Haupt Buchenrode**, da acusação de infração ao art. 65, inciso XIII, da ICVM nº 409/2004, por inobservância do Regulamento do Fundo UNICRED FIM; e

**b) BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. e José Carlos Lopes Xavier de Oliveira**, das acusações de infração ao art. 65-A, I, da ICVM nº 409/2004, por falta de diligência em relação à aquisição de CCBs de emissão da Ebate Construtora Ltda.; e ao art. 65, XV, da ICVM nº 409/04, por falha na fiscalização de serviços prestados por terceiros contratados pelo Fundo UNICRED FIM.

II – pela **condenação** de:

**a) Global Capital 2000 Administradora de Recursos Financeiros S.A** à pena de:

i) multa pecuniária individual no valor de **R\$ 250.000,00** (duzentos e cinquenta mil reais), pela adoção de prática não condizente com a relação fiduciária que deveria manter com os cotistas dos Fundos, ao não revelar o conflito de interesses existente, em infração ao disposto no art. 14, II, da ICVM nº 306/1999; e

ii) multa pecuniária individual no valor de **R\$ 470.000,00** (quatrocentos e setenta mil reais), por infração ao disposto no art. 14, II, da ICVM nº 306/1999, até 30.03.2007, e no art. 65-A, I, da ICVM nº 409/2004 após essa data, por falta de diligência e de lealdade para com os cotistas dos Fundos na aquisição de CCBs e falta de diligência no acompanhamento de CCBs e suas garantias.

**b) Julius Haupt Buchenrode** à pena de:

i) multa pecuniária individual no valor de **R\$ 125.000,00** (cento e vinte e cinco mil reais), pela adoção de prática não condizente com a relação fiduciária que deveria manter com os cotistas dos Fundos, ao não revelar o conflito de interesses existente, em infração ao disposto no art. 14, II, da ICVM nº 306/1999; e



## 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](http://www.cvm.gov.br)

ii) multa pecuniária individual no valor de **R\$ 235.000,00** (duzentos e trinta e cinco mil reais), por infração ao disposto no art. 14, II, da ICVM nº 306/1999, até 30.03.2007, e no art. 65-A, I, da ICVM nº 409/2004 após essa data, por falta de diligência e de lealdade para com os cotistas dos Fundos na aquisição de CCBs e falta de diligência no acompanhamento de CCBs e suas garantias.

**c) Global Equity Administradora de Recursos Financeiros S.A.** à pena de:

i) multa pecuniária individual no valor de **R\$ 250.000,00** (duzentos e cinquenta mil reais), pela adoção de prática não condizente com a relação fiduciária que deveria manter com os cotistas dos Fundos, ao não revelar o conflito de interesses existente, em infração ao disposto no art. 14, II, da ICVM nº 306/1999; e

ii) multa pecuniária individual no valor de **R\$ 450.000,00** (quatrocentos e cinquenta mil reais), por infração ao disposto no art. 14, II, da ICVM nº 306/1999, até 30.03.2007, e no art. 65-A, I, da ICVM nº 409/2004 após essa data, por falta de diligência e de lealdade para com os cotistas dos Fundos na aquisição de CCBs.

**d) Patrícia Araújo Branco** à pena de:

i) multa pecuniária individual no valor de **R\$ 125.000,00** (cento e vinte e cinco mil reais), pela adoção de prática não condizente com a relação fiduciária que deveria manter com os cotistas dos Fundos, ao não revelar o conflito de interesses existente, em infração ao disposto no art. 14, II, da ICVM nº 306/1999; e

ii) multa pecuniária individual no valor de **R\$ 225.000,00** (duzentos e vinte e cinco mil reais), por infração ao disposto no art. 14, II, da ICVM nº 306/1999, até 30.03.2007, e no art. 65-A, I, da ICVM nº 409/2004 após essa data, por falta de diligência e de lealdade para com os cotistas dos Fundos na aquisição de CCBs.

161. Por fim, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado à Procuradoria da República no Distrito Federal para as providências que entenderem cabíveis<sup>75</sup>.

É como voto.

Rio de Janeiro, 10 de novembro de 2020.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

---

<sup>75</sup> Doc. SEI 0926745.