



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR – PAS CVM Nº 19957.004791/2020-28

Acusados: Nova Gestão de Recursos Ltda.; Frederico Antonio Robalinho de Barros; Pedro Robalinho de Barros; Frederico José Otaviano Robalinho de Barros; Mauro Braga Passini; BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.; José Carlos Lopes Xavier de Oliveira

Assunto: Apurar infrações ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 08/1979, pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, e ao art. 14, inciso II, da Instrução CVM nº 306/1999 c/c art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/2004, pela quebra do dever de diligência por administrador fiduciário.

Relatora: Marina Copola

Voto: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Respeitosamente divirjo da Ilustre Relatora em dois pontos: o primeiro é em parte da fundamentação da ocorrência da prescrição em relação ao BNY Mellon; o segundo é que, no mérito, penso não haver elementos nos autos para caracterizar a operação fraudulenta. Acompanho a Relatora em todo o resto.

SOBRE A APLICAÇÃO DO PRAZO PENAL A PESSOA JURÍDICA

2. A Relatora conclui ter havido a prescrição quinquenal para BNY Mellon e José Carlos Oliveira pela ausência de equiparação entre a quebra do dever de diligência e o crime de gestão fraudulenta de instituição financeira (§§40-41). Concordo que não há essa equiparação. Porém, em relação ao BNY, entendo haver um aspecto que antecede até mesmo a análise sobre haver um tipo penal que correspondesse à conduta a ela imputada: a inadequação da aplicação do prazo prescricional da lei penal para pessoas jurídicas. É nesse ponto que discordo parcialmente da fundamentação da Relatora sobre a ocorrência de prescrição.

3. Expando meus argumentos a partir da transcrição do voto da Diretora Relatora:

31. Entendo que a incidência do prazo prescricional penal é não apenas aplicável a condutas de pessoas físicas, mas também àquelas de pessoas jurídicas, mesmo que, salvo raras exceções, estas não possam responder criminalmente por seus atos.

32. Digo isso, dentre outros motivos, porque uma das funções do §2º do art. 1º da Lei nº 9.873/1999 é permitir que a atividade administrativa sancionadora não seja prejudicada, por exemplo, pela suspensão da apuração da CVM em razão de investigações ou análises conduzidas no âmbito do Poder Judiciário, que podem contribuir para o adequado exercício do poder de polícia da autarquia. Sob esta lógica, não faz qualquer sentido apartar as pessoas jurídicas relevantes do prazo prescricional estendido por força do §2º quando a análise do papel de tais entidades for essencial para o deslinde do caso.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

4. Minha discordância quanto a este ponto baseia-se na circunstância, mencionada no §31 acima, de a responsabilidade penal no direito brasileiro, à exceção de certos crimes ambientais, ser apenas de pessoas naturais¹ _².

5. Esclareço não discordar do que a Il. Relatora afirma no §32 de seu voto, sob um ponto de vista deontológico. Considerando a dinâmica da interação entre as instituições ligadas ao processo sancionador e ao penal, o que inclui compartilhamento de provas e informações, parece mesmo mais funcional que em hipóteses como a de que ora se trata o prazo fosse estendido, concordo que a igualdade dos prazos é mais efetiva e coerente com essa função da extensão do prazo.

6. Ademais, a reprovabilidade das condutas é a mesma quando a conduta é a mesma. Abstraindo-se as questões de fundo sobre a pertinência ou não de punir uma pessoa jurídica quando se sabe quem praticou a conduta inconsistente (e se, ou em que medida, isso representa ou dupla punição para quem praticou a conduta ou punição a quem não a praticou) e aceitando como premissa, por imposição legal, que a punição de pessoas jurídicas é adequada, fica realmente sem sentido que pessoas naturais sejam punidas e as pessoas jurídicas não sejam. Se uma conduta de pessoa natural se amolda a determinada descrição em abstrato, como a dos tipos infracionais, a “conduta” da pessoa jurídica relativa à atuação daquela pessoa natural também se amoldará à mesma descrição. Afinal, essas condutas não são apenas idênticas: são a mesma. Os fatos jurídicos “a pessoa jurídica agiu” e “a pessoa física agiu” são dois desdobramentos jurídicos de um único fato natural.

7. O problema é que essa questão especificamente não parece ter sido cogitada na ocasião da redação da lei. Se tiver sido, é de se supor que, por todas as razões acima e quem sabe outras, a intenção *de quem redigiu* tenha sido a de não apartar as pessoas jurídicas. Porém, se foi ou não foi cogitado ou pretendido, o resultado é que não foi isso o que saiu escrito.

8. A Lei 9.873, art. 1º, §1º, dispõe que a prescrição será a da lei penal “*quando o fato objeto da ação punitiva da Administração também constituir crime*”. Repito: *quando o fato constituir crime*. Pois bem: suponhamos que uma conduta humana, praticada na representação de uma empresa, constitua crime. Para ficar em tema próximo, um Fulano que, em nome de sua empresa de consultoria FLN Ltda., apresente documentos falsos para convencer um Beltrano rico a investir em um negócio inexistente, com a ajuda de uma Sicrana. conhecida em comum de ambos e em quem a vítima confia, e que leva uma parte do dinheiro que Beltrano,

¹ Para evitar repetição de questão pouco relevante, afirmo que a exceção aos crimes ambientais está subentendida em todas as menções adicionais à noção de que pessoa jurídica não pode praticar crime no direito brasileiro.

² Pelos termos do §32., parece-me que essa essencialidade da análise do papel das pessoas jurídicas, para o deslinde do caso, seria uma *condição* para não fazer sentido apartá-las do prazo prescricional penal (devido ao sentido restritivo de “quando”). Creio, porém, que para viabilidade prática do raciocínio essa essencialidade deva ser ficta, pois do contrário haveria uma questão de fato a ser decidida para se determinar qual regra prescricional se aplica



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ludibriado, transfere pensando ser destinado ao negócio que Fulano e Sicrana lhe apresentaram. Fulano e Sicrana praticaram estelionato, art. 171 do Código Penal. A conduta da FLN se amolda à descrição do tipo penal do estelionato tão bem quanto a de Fulano. Existe juridicamente o *fato* “FLN utilizou ardil para enganar Beltrano e, em prejuízo dele, obter vantagem ilícita”. Mas esse fato *não constitui crime*.

9. Se esse fato não constitui crime, sobre ele não se aplica o texto do art. 1º, §1º, da Lei 9.873. No direito brasileiro, conduta de pessoa jurídica não constitui crime e ponto final.

10. Por mais objetiva e simples que seja essa constatação, porém, ela não encerra a controvérsia. Parece-me desonesto (ou no mínimo equivocados) afirmar que a conclusão oposta, nesse caso, *depende* de contrariar o texto legal. De um lado, a conclusão de que se aplica o prazo penal a pessoa jurídica poderia ser alcançada por esse caminho: caso se sustente que *constitui crime* o fato de uma pessoa jurídica praticar a mesma conduta pela qual seu representante pratica crime, e *por isso* incide o art. 1º, §1º da Lei 9.873 sobre esse fato, a tese é improcedente. Mas se pode chegar à conclusão por caminho diverso. Uma coisa é dizer que a conduta da pessoa jurídica não constitui crime: não constitui. Outra coisa é inferir daí que essa não-constituição de crime *impede* a aplicação do prazo penal às pessoas jurídicas. o raciocínio lógico que leva a essa conclusão passa por premissas adicionais que, diferentemente do enunciado de que pessoa jurídica não constitui crime, são questão de opinião e, portanto, a conclusão também o é.

11. Entendo ser um dever em qualquer discussão intelectual buscar a razão no entendimento contrário, a fim de aprimorar a compreensão do que se discute. Nessa discussão mesma, por exemplo, meu entendimento inicial era o de que a posição oposta era objetiva e insustentavelmente incompatível com o texto da lei, e aprofundá-la – especialmente pelas ponderações da II. Relatora ao tratar do tema – me fez perceber que ela pode ser sustentada sem que se utilize a premissa incorreta de que uma pessoa jurídica poderia cometer crimes contra o sistema financeiro.

12. A meu ver, há ao menos dois pontos críticos nessa discussão: um, estabelecer o alcance subjetivo da prescrição penal; outro, identificar o significado das noções de “fato objeto da ação punitiva” e “fato que constitui crime”. Os dois pontos são ligados por relação de dependência.

13. Além disso, o alcance subjetivo depende do significado atribuído à expressão “fato objeto da ação punitiva”. Seria o fato de cada acusado, na acepção penal? Se sim, a questão se encerraria na impossibilidade de cometimento do crime pela pessoa jurídica. Seria *qualquer* fato (ainda na acepção penal) que faça parte (i.e., seja objeto) do processo? Se sim, é indiferente que um acusado não possa nem em tese ter cometido crime, se a conduta atribuída a outro constituir crime. Ou seria, ainda, o “fato” no sentido material da conduta humana? Esta



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

pressupõe uma acepção mais ampla da ideia de “constituir crime” do que aquela delimitada pelo trinômio *tipicidade, antijuridicidade e culpabilidade*. Ao mesmo tempo, é mais estrita especificamente quanto ao vocábulo *fato*, abrangendo apenas o que ocorre no mundo físico (fatos naturais), i.e, excluindo os que ocorrem apenas no plano das ideias (caso dos fatos jurídicos, como qualquer “conduta” que se atribui a pessoa jurídica). A ilustre Relatora sustenta o que me parece ser uma terceira alternativa interpretativa compatível com essa linha quando, para fins de verificação da aplicação do prazo penal, liga a pessoa natural à conduta que ela mesma praticou e a pessoa jurídica à conduta que sua representante praticou.

14. Se perguntarmos ao dispositivo em questão a qual fato ele se refere – ao de cada acusado no sentido do *fato típico, antijurídico e culpável*, a qualquer fato objeto do processo, ou apenas aos fatos materiais de cada acusado – ele nos irá responder apenas com o silêncio constrangido de não ter pensado nisso quando foi escrito. Talvez até possa balbuciar um argumento gramatical como o de ter sido usado artigo definido (“o fato”), de modo que não bastaria qualquer fato do processo (o que ficaria claro se o texto dissesse “um fato”, “fato” ou “qualquer fato”, por exemplo). Mas mesmo a mim, que entendo que deve ser considerado o fato de cada acusado em sua acepção penal, esse argumento não é tão convincente. Aliás, o uso do singular também pode ser usado para dizer que a lei não exigiu “todos os fatos”.

15. Discussão profunda entre as duas visões tradicionalmente opostas sobre o significado de “fato” nesse contexto deu-se no âmbito de precedentes que trataram de acusações em casos vindos da Operação Lava Jato envolvendo a Petrobras, especialmente os PAS 05 e 06/2016. Ali, o debate centrou-se no alcance da prescrição penal para acusados pessoas naturais que não tenham cometido conduta em tese tipificada como crime, mas são acusados em processo em que outro agente tenha sido acusado de atos tipificados na lei penal. Embora o cerne da discussão não fosse da extensão à pessoa jurídica do prazo aplicável à pessoa natural, o precedente traz importantes lições em grande medida aplicáveis à questão que aqui se discute.

16. Como obtive da leitura e reflexão sobre esses precedentes a maior parte de minhas impressões sobre o que deve ser o significado do “fato” nesse contexto, opto por transcrever trechos do PAS 06/2016, ao invés de tentar paráfraseá-los. O relator, Diretor Henrique Machado, sustentou a aplicação da prescrição penal para todos os acusados do processo, independentemente de terem ou não sido acusados de conduta tipificada como crime, e o Diretor Gustavo Gonzalez divergiu nesse ponto. Destaco alguns trechos da célebre discussão e remeto à íntegra dos votos. Afirmou Machado:

43. Há controvérsia sobre se o prazo prescricional de que trata o artigo 1º, §2º, da Lei nº 9.873/99, refere-se aos fatos apurados em sede administrativa ou aos sujeitos que praticam o tipo criminal. (...)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

45. (...) [A] expressa redação do dispositivo (...) não apresenta qualquer termo que permita analisar a incidência da prescrição com base nos sujeitos infratores e, não, nos fatos apurados. (...)

46. Ao contrário, o art. 1º, §2º, da Lei nº 9.873/99, é ainda mais claro em sua intenção de delimitar a prescrição aos fatos e, não, aos sujeitos infratores. [A] norma faz referência ao fato objeto de apuração administrativa e, não, à que as infrações administrativas tenham idêntica capitulação legal. Ao contrário, por exemplo, da Lei nº 8.112/90 (...):

Lei nº 9.873/99

§ 2º Quando o fato objeto da ação punitiva da Administração também constituir crime, a prescrição rege-se-á pelo prazo previsto na lei penal.

Lei nº 8112/90

§ 2º Os prazos de prescrição previstos na lei penal aplicam-se às infrações disciplinares capituladas também como crime. (...)

49. (...) A interpretação do disposto no §2º do 1º da Lei nº 9.873/99 no sentido de que a substituição do prazo quinquenal seria aplicável apenas ao autor da conduta descrita no tipo criminal [tem] (...) consequências deletérias e indesejadas pelo legislador.

50. Perceba-se, por exemplo, que o prazo para o exercício da pretensão punitiva em relação às infrações administrativas de manipulação de mercado, insider trading, (...), seria drasticamente reduzido quando praticadas por pessoa jurídica. Afinal, pessoas jurídicas não praticam crime.

51. Nesse mesmo exemplo, tal interpretação levaria ao resultado de que os prazos prescricionais aplicáveis às pessoas físicas e jurídicas, na investigação e punição administrativas no âmbito do mercado de valores mobiliários, seriam injustificadamente diferentes e contrários à lógica do enforcement conduzido por esta Autarquia, destacadamente nos casos em que as infrações são praticadas por pessoa jurídica interposta. (...)

17. Os trechos acima mostram a coerência do argumento – inclusive há o reconhecimento expresso de que o “fato” não poderia ser o “fato do sujeito” exatamente porque isso implicaria a não aplicação do prazo penal para pessoa jurídica (§50 da transcrição acima).

18. Na divergência, o Diretor Gonzalez apresentou considerações de que destaco³:

30. (...) Em linha com a área técnica, o Relator defende que o “fato” a que a lei se refere remete ao contexto fático em que o ilícito foi praticado e que, portanto, quando há um crime, o prazo de prescrição da ação penal pode ser estendido, inclusive, para os acusados na esfera administrativa cujas condutas, mesmo em tese, não configuram crime. De outro lado, a maioria do Colegiado entende que o artigo 1º, §2º, da Lei nº 9.873/99 aplica-se apenas aos fatos que, ao mesmo tempo, violam um comando administrativo e a lei penal. (...)

32. (...) [A] interpretação do §2º do art. 1º da Lei nº 9.873/99 deve ser conduzida a partir de duas questões. Qual o fato objeto da ação punitiva da administração? E quando esse fato constitui crime?

33. Começando pela primeira questão, noto que o artigo 1º, §2º, da Lei nº 9.873/1999 não se refere à apuração administrativa, mas à ação punitiva da administração. (...) Toda acusação da CVM está – ou deveria estar – associada a uma conduta, comissiva ou omissiva, violadora de uma lei ou de um normativo. É esse o fato objeto da ação punitiva da administração.

35. (...) [N]em toda conduta que configura infração administrativa constitui, também, um ilícito penal. Assim, a CVM (...) pode-se deparar com fatos que somente caracterizam infrações administrativas, fatos que constituem crimes, mas que não caracterizem infração administrativa (...), ou, por fim, fatos que, simultaneamente, configuram infração administrativa e um ilícito

³ Ambas as visões tiveram argumentos adicionais, sendo os excertos acima apenas uma síntese, mas servem para ilustrar o núcleo das razões de meu entendimento



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

penal. O texto da lei não deixa dúvida de que somente essa última hipótese – “quando o fato objeto (...) também constituir crime” – que está coberta pelo art. 1º, §2º, da Lei 9.873/99. (...)

37. E assim, chegamos à segunda questão: quando o fato objeto da ação punitiva da administração também constitui crime? (...) [A]inda que o conceito de fato que constitui crime fosse mais amplo (...), o fato objeto da ação punitiva da administração, como visto, é sempre uma conduta (...).

38. (...) Por estarmos falando de crime, devemos necessariamente nos socorrer no Direito Penal, que emprega o vocábulo “fato” para se referir a uma conduta humana, decorrente de uma ação ou omissão, expressamente proibida pela lei – fato típico, antijurídico e culpável. É esse, portanto, o fato que configura crime.

39. A tese vencida peca por se prender à acepção comum do vocábulo “fato”, ignorando que, no dispositivo, é utilizado em sua acepção técnica. O texto da lei é sempre o ponto de partida para a atividade exegética, mas o bom hermenauta não ignora que certos termos são empregados na linguagem jurídica com um significado específico. (...)

40. O próprio verbo empregado (...) – constituir – reforça a conclusão de que o vocábulo “fato” se refere a uma conduta específica e não a toda e qualquer conduta praticada por quem quer que seja em determinado contexto. Se o legislador tivesse tido a intenção de abarcar, naquela regra, todas as condutas relacionadas a um determinado “fato” (aqui entendido em seu significado literal e não em sua acepção técnica), o verbo teria que ser outro, como por exemplo “envolver”, pois, a toda evidência, o contexto fático não pode constituir crime. (...)

42. Uma análise sistemática da legislação também evidencia que essa é a interpretação mais consistente. A expressão “quando o fato constituir crime” é de uso bastante comum pelo legislador, bem como o de outras expressões que contenham verbos com o mesmo significado, como considerar ou configurar. (...).

45. [A] tese de que a regra de substituição da Lei nº 9.873/1999 aplica-se não só a condutas que simultaneamente se subsumam em tipos administrativos e penais, mas a todas as condutas ligadas por circunstâncias fáticas, inviabiliza a utilização da regra penal no direito administrativo. (...).

19. Gonzalez segue com exemplos para mostrar a inviabilidade da utilização da regra: no primeiro, sujeitos A e B praticam mesma modalidade de ilícito administrativo que não corresponde a crime, e C pratica conduta que é infração administrativa e crime, no mesmo contexto fático que B, mas não de A. “*É correto que os prazos prescricionais aplicáveis a A e B sejam distintos? Em caso afirmativo, sob qual fundamento?*”, indaga. No terceiro exemplo, três sujeitos praticam infrações administrativas independentes, e duas correspondem a tipos penais com prazos prescricionais distintos. O Diretor evidencia a inviabilidade de aplicação da regra penal ao indagar retoricamente qual seria o prazo aplicável para quem só praticou ilícito administrativo: “*O menor? O maior? Uma média?*”.

20. Reconheço enxergar diferença relevante entre o que se discutia no precedente acima e o que ocorre aqui. A meu ver não há a mesma inconsistência valorativa, de um lado, na situação de duas pessoas naturais que praticaram ilícitos de gravidade imensamente diferente e sujeitos ao mesmo prazo prescricional porque a conduta de uma é crime, e de outro na de prazos distintos entre uma pessoa natural e a pessoa jurídica por ela representada. As situações de inviabilidade de aplicação de prazos, porém, servem para identificar o sentido que me parece revelar uma norma mais consistente e de aplicação geral, sem que seja necessário criar exceções não escritas no texto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

21. Como último comentário acerca dos precedentes direta e indiretamente invocados (o voto de Gonzalez menciona que sua posição era a que já vinha prevalecendo), ressalto que não estou empregando como razão de meu convencimento o fato de a divergência ser a posição que vinha e continuou prevalecendo no Colegiado. A circunstância de uma tese ser majoritária até pode servir como retórica e indício forte de sua razoabilidade (e menos forte de sua procedência, mas ainda assim um indício relevante). Usá-la como fundamento propriamente dito é falácia *ad populum*, que repudio, de modo que remeto à decisão exclusivamente pela coerência e força próprias de seus argumentos.

22. Repito: a questão específica de aplicação de prazo penal para pessoa jurídica não foi explicitamente objeto de discussão, mas como expus acima – e como o próprio Henrique Machado expôs ao criticar as consequências da tese que terminou vencedora – essa é uma decorrência da interpretação do vocábulo “fato” que vem prevalecendo no Colegiado.

23. Ressalto que não se trata de reverter o entendimento a que se chegou nos precedentes aqui mencionados, o que implicaria dizer que se aplica a prescrição penal a todos os acusados se algum deles praticou crime em tese com a conduta de que se defende. Essa reversão não ocorre porque neste PAS sequer há infrações distintas imputadas a diferentes defendentes (a acusação é de prática de operação fraudulenta para todos), e porque, pela exposição da tese e especialmente pelos debates havidos, a interpretação utilizada pela ilustre Relatora não admitiria aplicação de prazo de prescrição penal para quem tenha sido acusado de infração administrativa sem correspondente criminal. Ou seja, neste julgamento a noção do “fato” da Lei 9.873 não tem mais a acepção estrita do direito penal para preencher a condição de “constituir crime”, como foi decidido nos precedentes a que me referi acima, mas continua sem alcançar quem não é acusado de infração administrativa sem correspondente penal.

24. Registro, por outro lado, que não se aplica à interpretação que prevalece neste julgamento o argumento da inviabilidade de aplicação dos prazos penais, tão bem articulado nos precedentes acima referidos que entenderam pela leitura estrita do conceito de fato constitutivo de crime sob a acepção do direito penal afastaram a aplicação do prazo de prescrição penal para acusados de infrações sem crime correspondente (v. acima §19-20): as inconsistências ali explicitadas decorrem exclusivamente da tentativa de identificar prazos diante de infrações distintas, e isso não ocorre entre pessoa física e natural acusadas pela mesma conduta.

25. As dificuldades que não consigo superar e que me mantêm alinhado à interpretação do direito penal para o fato a que se refere o art. 1º §1º da Lei 9.873 são duas. A primeira é que, ainda que me pareça mais coerente a identidade de prazos prescricionais para pessoa natural e pessoa jurídica pela mesma infração administrativa, em termos de funcionalidade e objetivo das instituições sancionatórias, a interpretação que a assegura pressupõe a inclusão, como



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

subentendidas, de mais palavras no texto legal do que a leitura que utiliza o conceito do direito penal. Esta última “acrescenta” ao dispositivo apenas a explicação de que “fato” deve ser lido sob seu significado do direito penal, o que soa bastante razoável quando o próprio dispositivo determina exatamente que se submeta o prazo de prescrição às regras do direito penal – se o prazo é *do direito penal*, é coerente e intuitivo que o próprio conceito que determina essa importação também seja do direito penal. Já a leitura que afasta os prazos distintos para pessoa jurídica e pessoa natural não acrescenta a explicação de que o conceito de fato é o do direito penal, *mas* em seu lugar vem uma explicação mais longa de que “fato” se refere apenas a conduta humana e que “constituir crime” seja ou acrescido de “quando praticado por pessoa natural” ou lido como “corresponder a tipo penal”. A segunda dificuldade, mais relevante, é que se está tratando de norma punitiva, e a interpretação do voto da Ilustre Relatora é desfavorável ao acusado porque mais gravosa.

26. Por fim, registro já ter opinado sobre o tema em processo de minha relatoria⁴, em que expus brevemente a visão acima desenvolvida⁵:

2. Segundo a Acusação, as condutas descritas teriam constituído, além de outros ilícitos, administração de carteira sem registro. Antes da materialidade, examino a alegação de prescrição.

3. A atuação irregular é crime (art. 27-E da Lei 6.385/76). Logo, o prazo aplicável para a pessoa natural é o penal (Art. 1º, §2º, Lei 9.873/99).

4. Para a pessoa jurídica, entendo não ser aplicável, pois não pode ser sujeito ativo de crime. Penso tratar-se de questão muito semelhante ao já decidido pelo Colegiado desta CVM, de que o prazo penal não se estende a quem nem em tese cometeu crime com a conduta dos autos.

27. Duas notas de rodapé complementavam o trecho acima. A segunda remetia à divergência liderada pelo Diretor Gonzalez, já aqui exposta. A primeira transcrevia o seguinte trecho do artigo *Prescrição administrativa na Lei 9.873/1999: entre simplicidade normativa e complexidade interpretativa*, do Dr. Marcelo Prates⁶.

“Temos para nós que o § 2º do art. 1º da Lei 9.873/99 apenas pode ser aplicado pela Administração aos casos em que o ilícito administrativo tenha sido praticado por pessoas físicas, uma vez que as pessoas jurídicas não podem ser sujeitos ativos de crime. Se assim é, será impossível afirmar, no caso de pessoas jurídicas infratoras, que o fato a elas imputado e que é objeto da ação administrativa punitiva também constitua, em tese, crime, o que afasta, nesse caso, a utilização do mencionado § 2º.”

28. Assim, acompanho o reconhecimento da prescrição da pretensão punitiva em relação aos fatos imputados à pessoa jurídica BNY Mellon, com os argumentos adicionais acima.

⁴ PAS CVM nº 19957.007344/2019-97, j. em 28.02.2023

⁵ A Diretora Flávia Perlingeiro divergiu de parte do meu entendimento sobre a prescrição – sustentei que *deveria* ser aplicado o prazo da lei penal para as pessoas naturais, porque sua conduta configurava crime. A divergência foi apenas sobre não se poder aplicar o prazo da lei penal, porque ele seria mais curto que o quinquenal. Não houve divergência quanto ao que expus sobre a pessoa jurídica ter que se submeter ao prazo quinquenal porque não pode praticar crime. Em todo caso, trata-se apenas de contextualização, pois os Defendentes haviam errado na contagem do prazo e a prescrição era indiferente para o julgamento.

⁶ Revista de Doutrina do TRF-4, 10ª Ed., 2006. Disp. em: revistadoutrina.trf4.jus.br/artigos/edicao010/marcelo_prates.htm



SOBRE JOSÉ CARLOS DE XAVIER DE OLIVEIRA E DIRIGENTES DO POSTALIS

29. Embora tenha votado pela prescrição, registro minha concordância com a fundamentação e as conclusões da II. Relatora sobre as acusações feitas a José Carlos de Oliveira e BNY Mellon, que complemento com algumas observações relativas não ao voto, mas ao processo.

30. Uma circunstância chamou-me a atenção ao examinar os autos. A inspeção que lhe deu origem durou o ano de 2018 inteiro, quando já era notório o modelo de negociatas em que Zeca Oliveira fazia as interlocuções com dirigentes do Postalis, aprovando em conjunto investimentos sobrevalorizados a serem efetivados por veículos com a bandeira do BNY Mellon para distribuírem entre si os sobrepreços. Ao examinar as operações objeto deste processo, a inspeção deparou-se com negócios feitos pelo Postalis, por fundos administrados por Zeca Oliveira, negociados e executados no período de 2009 a 2010. O que me pareceu inesperado foi a inspeção ter deixado de conjecturar a hipótese no mínimo plausível, para uma fase de investigação, de que, também nessa operação, Oliveira e demais teriam surrupiado recursos do Postalis, da maneira a que pareciam estar habituados: a atuação concertada e espúria entre dirigentes agindo em desvio nas duas pontas da operação. “*Você paga a mais daí, eu tiro a diferença daqui e dividimos o butim*”. Isso nada de novo teria em relação ao que a CVM já havia apurado noutros processos sancionadores e que as autoridades policiais já haviam apurado na esfera criminal.

31. Ao identificar fragilidades nos laudos (com que adianto concordar na maior parte, embora não extraia as mesmas conclusões que a Relatora), a fiscalização poderia ter suposto que os laudos haviam sido já elaborados em alinhamento à finalidade de dar suporte aos preços negociados, incluindo as parcelas de sobrepreço a serem desviadas. Partindo dessa hipótese, passaria a verificar quem se envolveu, quem não se envolveu, se tais ou quais premissas haviam sido mal encaixadas e daí por diante. Laudos eventualmente feitos de trás para frente, numa narrativa como essa, teriam o propósito não de *convencer os dirigentes do Postalis*, como afirma a tese acusatória, mas manter em erro apenas os pensionistas, órgãos de governança e auditoria e demais entidades que viessem a verificar os documentos em que a operação se baseou e fiscalizar a própria conduta dos dirigentes. Eles seriam *decorrência* da vantagem indevida diretamente negociada, e não *causa* da formação de vontade da ponta compradora.

32. Parece-me bem pouco crível que profissionais preparados e experientes pudessem ser ludibriados por laudos de avaliação apenas por excesso de otimismo em suas premissas. Soa-me próximo de um ilícito impossível, especialmente quando comparado com a facilidade de convencê-los pelo argumento mais sedutor do repasse de dinheiro – algo em que, quando da realização da inspeção, notoriamente já se acreditava que ocorria, na mesma época e com as mesmas pessoas. Para ficar apenas em um exemplo, no PAS CVM 02/2013, Oliveira foi



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

acusado junto com dirigentes do Postalis por prática de operação fraudulenta. Cito do voto do Diretor Gustavo Gonzalez, relator (notas de rodapé omitidas):

84. No que tange às provas dos autos, noto que as aplicações do Postalis que ocorreram por meio de fundos de investimento eram tratadas diretamente com José Carlos de Oliveira, que *“concentrava os contatos do BNY Mellon Ativos com os representantes do Postalis e, posteriormente, determinava internamente a implementação das medidas operacionais necessárias para a efetivação do investimento”*. Era ele que também mantinha contato com os dirigentes do Postalis e com [E.S.], um dos vendedores de cotas de FM1 para o fundo de pensão.

33. A meu ver, portanto, focar em questiúnculas de laudos de avaliação e não verificar se teria havido acerto direto por dirigentes das duas pontas foi como o proverbial ato de coar um mosquito e engolir um camelo.

34. Dito isso, esclareço não estar afirmando que tenha havido qualquer acordo paralelo dessa natureza nas negociações objeto deste processo. E mesmo que se possa cogitar que isso é uma possibilidade, ela não necessariamente pressupõe a participação das pessoas ligadas às empresas (embora tal participação facilite a realização do esquema), pois em tese eventual superfaturamento poderia limitar-se a verbas relativas aos serviços prestados ao fundo.

35. Se houve ou não, é questão de prova para outras esferas. Nestes autos, obviamente, não há. Faço esta ressalva também porque é possível que este julgamento seja usado em outras discussões nas quais fatos adicionais sejam alegados, e o que a meu ver o Colegiado decide nesta sessão é apenas que, *se a conduta das então representantes do BNY Mellon tiver sido apenas a demonstrada nestes autos*, nada ela tem de reprovável.

DIVERGÊNCIA NO MÉRITO SOBRE A OPERAÇÃO FRAUDULENTA

36. Na narrativa da Acusação, a operação fraudulenta, em suma, teria sido a venda da posição societária na Brazil Energy – BESA, para o Postalis por um valor superfaturado. O Postalis teria pagado a mais porque teria sido induzido a erro pelos integrantes da BESA. Os artifícios teriam consistido nos laudos de avaliação, gerados a partir do fornecimento de premissas inadequadas aos peritos avaliadores.

37. A Diretora Relatora entende que o conjunto de inconsistências no laudo revela o dolo específico de manter terceiros em erro:

“88. Ante a ausência de contraindícios a esse respeito, entendo que o ‘otimismo’ – diga-se – das premissas adotadas no Laudo de 2010 e a ‘coincidência’ do valor econômico da BESA neste documento e no Laudo LD de 2009, a despeito da adoção de premissas diversas, permite concluir que, em concreto, o ardil utilizado pelos acusados envolveu o fornecimento de informações e premissas artificiais para a LD e a RG avaliarem tal sociedade no contexto de estruturação do investimento do Postalis, de modo a superavaliá-la. Isso é reforçado pelo registro feito por ambos os avaliadores de que não realizaram qualquer avaliação independente ou inspeção em relação às premissas e às informações fornecidas pela BESA”.

38. Como já afirmei no tópico anterior, considero muito difícil que laudos com excesso de otimismo e mesmo eventual fragilidade pudessem viciar a vontade de profissionais preparados



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

e experientes. Tão pouco hábil me parece o instrumento para atingir o resultado, que embora não possa afirmar que configure ilícito *impossível*, tenho forte convicção de que não havia dolo específico de convencer os responsáveis pelas decisões de investimento do Postalis.

39. Em todo caso, deve-se examinar se haveria elementos para tratar as premissas como ardilosas. São plausíveis as ponderações da Defesa, em sua manifestação complementar, quando argumenta que as premissas do Laudo de 2010 não eram demasiadamente otimistas:

“9. (...) vale mencionar que na época da elaboração do Laudo de Avaliação de 2010 e do fornecimento de suas premissas, havia enorme expectativa do mercado com relação ao mercado de energia, tendo em vista o crescimento econômico observado nos anos anteriores e projetado para os próximos anos. (...)

11. Quando da realização do investimento e da elaboração do Laudo de Avaliação de 2010, ainda havia um realista otimismo no setor. O Brasil estava na época da capa da revista The Economist de 2009, que mostrava o Cristo Redentor subindo como um foguete. Ninguém imaginava que ocorreriam todos os eventos políticos e econômicos que se sucederam e que acarretariam alterações profundas nas bases do setor elétrico e na economia brasileira.”

40. Passando a considerações individuais das premissas do Laudo de 2010, que estariam excessivamente otimistas, consta do §82, (i) do Voto da Relatora:

“[A] estrutura de capital proposta para os projetos se baseava desproporcionalmente em capital de terceiros (isto é, dívida), o que, por si só, dificultaria consideravelmente a obtenção de crédito, ante a percepção de pouca exposição a risco dos sócios.”

41. Minha discordância em relação a este ponto é menos sobre a previsão do futuro já ocorrido, feita pela Acusação, do que sobre a pertinência de tal tipo de argumento ser utilizado pela autarquia reguladora do mercado de capitais. A Acusação abertamente entra na avaliação de mérito puramente comercial, de conveniência de uma estrutura de capital e sua atratividade para investidores, para discordar de como isso foi refletido num laudo de avaliação. Minha preocupação é a de se estar pisando num *slippery slope*, e a segurança jurídica deslizar ladeira abaixo. De um lado, não há como ter uma regulação que limite as escolhas financeiras, como preços, juros, graus de alavancagem e daí por diante, pois a segurança jurídica aí causaria um desastre econômico. De outro, sem tais parâmetros, a tentativa de tratar da questão revela o completo subjetivismo da análise.

42. Para a Acusação, a estrutura baseava-se “*desproporcionalmente em dívida*”. É claro que se trata de um juízo de boa-fé e do termo de acusação se vê que os elementos quantitativos levados em conta indicavam mesmo proporções altas de capital de terceiros. Porém, não há indicação da proporção usada como referência do que seria adequado, nem a razão pela qual tal proporção seria adequada. Da mesma forma, não há indicação de qual teria sido a desproporção, nem uma razão pela qual entende que ela é excessiva. No fim, fica apenas uma *sensação* de que estava alto – mas, mesmo compartilhando a sensação, ela não tem objetividade nenhuma para poder afirmar ter havido falsa representação da realidade. A mesma sensação que o acusador teve, a Relatora teve, e também eu reconheço ter tido, certamente uma



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

equipe de analistas profissionais e habituados ao mercado da época teriam com muito mais propriedade e instrumental para avaliar a viabilidade.

43. Mas o argumento vai além. A desproporção não quantificada ainda “*dificultaria consideravelmente a obtenção de crédito, ante a percepção de pouca exposição a risco dos sócios*”. Percepção por quem? Na prática, não é a percepção pelos possíveis investidores em dívida à época. É a percepção do acusador, falando desde o futuro em relação aos fatos, sobre qual teria sido o comportamento desses possíveis investidores, já sabendo como eles se comportaram e como a operação transcorreu. Além disso, a exposição de risco dos sócios é “pouca”, mas não há indicação da exposição “suficiente”, nem da razão da insuficiência. Da mesma forma que a sensação de excesso de alavancagem, também concordo que ele gera a sensação de que dificultaria a obtenção de crédito. Mas, novamente, a falta de parâmetro objetivo impede dizer se há falsa representação da realidade e não há como falar em artifício.

44. No §82, (ii), a Relatora trata sobre o custo de financiamento se basear em taxas de juros praticadas pelo BNDES, sem que houvesse qualquer informação indicativa dessa viabilidade. Minha divergência nesse ponto se refere a uma distinção crucial entre a falta de informação e a informação falsa. Não falar sobre a viabilidade de uma premissa tão importante prejudica consideravelmente a consistência do laudo, mas não o torna artificioso.

45. Em relação a esse tema, a Defesa demonstra que as taxas de captação estimadas para os projetos Brazil Biomass e Brazil Hydropower seriam mais conservadoras do que a taxa de juros da época, pois os números em questão eram superiores à taxa básica de juros (ainda que bem pouco), e, portanto, ainda maiores que taxas subsidiadas praticadas pelo BNDES:

“36. Com relação ao custo do financiamento, estimado em 5,73% para a Brazil Biomass e 5,65% para a Brazil Hydropower, a acusação e a Diretora Relatora ponderam que apesar de o Laudo de Avaliação de 2010 ter se baseado na taxa de juros praticada pelo BNDES, ‘nenhuma informação sobre recursos disponíveis e/ou précontratadas junto àquele banco de fomento (ou a qualquer outra instituição) foi mencionada no documento’. (...)”

39. A título ilustrativo (...) considerando a inflação de 4,5% e que a Taxa Selic vigente em abril de 2010 era de 8,65%, é possível estimar que em abril de 2010 a taxa de juros real seria equivalente a 4,15%. Ou seja, considerando esse exercício, a taxa de captação estimada seria até mais conservadora do que a taxa de juros da época. Veja-se que estamos aqui falando da Taxa Selic, normalmente muito superior às taxas praticadas para o financiamento de projetos de infraestrutura, em especial pelo BNDES.” (notas de rodapé omitidas)

46. Por um lado, o argumento é consistente para mostrar que as taxas estimadas eram superiores às do BNDES. Isso até enfraquece o argumento da Acusação, acatado no voto da II. Relatora, de que as estimativas pressupunham participação do banco, mas não me parece que o contradiga. Supor que a uma taxa básica de 4,15% um projeto em etapas iniciais de desenvolvimento consiga obter apenas no mercado taxas de 5,7% ainda me parece otimista, mas a isso também se aplica o que afirmei sobre a inexistência de referências objetivas, inexistência essa que impede a conclusão de que há alguma falsidade.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

47. Assim, não discordo da conclusão da Relatora, de que as taxas pressupunham participação do BNDES. Mas o laudo não afirma ter perspectiva de conseguir financiamento do BNDES. Não há informação falsa nesse ponto, nem mesmo linguagem que insinue a ideia de que há chance especial de conseguir tal financiamento. O laudo pode ser frágil nesse ponto – no que concordo com as críticas. Mas não extraio daí a conclusão de que essas fragilidades revelem intuito de enganar os responsáveis pelas decisões de investimento do Postalis.

48. Trato agora mais detidamente da questão da vantagem indevida e sua relação com a ocasião em que o preço da operação foi negociado. A tese da Acusação, seguida no voto da Relatora, é que a vantagem indevida teria sido um sobrepreço em favor *dos vendedores*, e que o ardil se teria voltado a viciar a formação de vontade *dos compradores*:

100. No presente caso, entendo que, em concreto, os acusados conseguiram induzir e manter em erro não apenas a EFPC, mas aqueles que contribuem e contribuíram para a formação de seu patrimônio, por meio:

(i) do fornecimento de premissas e informações irreais e incongruentes, que levaram à sobreavaliação da BESA, que foi refletida em diversos documentos elaborados no contexto da estruturação do investimento do Postalis nesta sociedade – isto é, Laudo LD de 2009, primeira versão do regulamento do Nova I FIP, Acordo de Investimento e Laudo de 2010; e

49. Em parte, concordo com o entendimento da Relatora de que um laudo pode ser fabricado artificialmente para manter terceiros em erro, como os pensionistas do Postalis. Assim, embora a Defesa demostre e destaque de que o preço já estava ajustado quando os laudos foram produzidos, isto *por si só* não é contraditório com uma produção de laudos com intuito fraudulento. Fraudes não necessariamente se dão por meio do engodo aos representantes do comprador – inclusive, como já afirmei no tópico anterior, parece-me uma fraude muito mais plausível a que se apoia num acerto entre representantes de ambas as partes, especialmente quando se trata de entidades de previdência complementar de estatais (e mais ainda naquela época, e mais ainda com os indivíduos envolvidos).

50. Mas a operação fraudulenta que *nestes autos* a acusação alega ter ocorrido é, esta sim, afastada pela negociação prévia. A circunstância de o preço já estar acertado contradiz por completo a tese de que as premissas otimistas do Laudo de 2010 teriam tido o intuito de levar a erro *os tomadores da decisão de investimento* do Postalis. Afinal, a decisão já estava tomada.

51. Fosse a Acusação de as vantagens indevidas terem sido negociadas entre os representantes das duas pontas, faria sentido supor que os laudos tivessem sido artilosamente fundamentados para refletir o preço que incluía o sobrepreço. Mas não há nem alegação de envolvimento de representantes do Postalis. Há apenas as negociações entre comprador e vendedor, em que o primeiro quer pagar o mínimo e o segundo, receber o máximo. A defesa pontua:

78. (...) A operação ora em análise se deu em bases absolutamente comutativas, após rodadas de negociação, em que todas as partes tinham acesso a todas as informações necessárias (...). Como se cogitar, portanto, que os Defendentes estariam buscando vantagem ilícita, se não praticaram nenhum ardil ou artifício, e se o Postalis nunca atuou em erro?



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

52. Aqui, o foco deve ser na negociação em que as partes chegaram ao preço da operação. Ela ocorreu sem que existisse o Laudo de 2010. Se o preço foi determinado antes de o laudo existir, ele simplesmente não pode ter induzido o Postalis a investir por estar em erro, pelo fator tão singelo quanto incontornável da impossibilidade temporal. Se não há vício na vontade, não há vantagem indevida. E se não há vantagem indevida, não há operação fraudulenta.

53. Menciono também o item (iii) do §82 do voto da Il. Relatora:

“[O] elevado risco de crédito dos projetos foi reconhecido pelo avaliador, mas não foi indicado como fator de risco de captação de recursos, nem levado em consideração no custo de financiamento.”

54. Concordo ser razoável entender que um laudo é enganoso se menciona um fator e não explica por que ele foi matematicamente omitido. Entretanto, entendo que essa possibilidade é afastada no caso concreto, pois não foi a emissora que produziu o laudo, e sim o avaliador.

55. Por fim, aponto que o Laudo de 2010 poderia ser, e seria desejável que tivesse sido, mais transparente quanto à metodologia usada para chegar ao número idêntico. Do exame dos números, parece-me que o que o *expert* da RG fez foi encontrar a proporção que o valor final do negócio representava entre o limite inferior e o limite superior da região de valores teóricos que encontrara em sua avaliação, e aplicado essa mesma proporção a cada uma das regiões de valores de cada subprojeto. Assim, a soma desses valores parciais alcançou o mesmo valor final. Porém, independentemente da conta de chegada, e mesmo que se supusesse que o valor foi arbitrariamente definido, ainda é preciso verificar qual a intenção, o dolo, por trás do ato.

56. No caso concreto, considerando que as duas partes chegaram ao preço por meio de negociações limpas, sem compromissos de desvios ou favorecimentos, não há vantagem indevida – e isso decorre da circunstância de tais desvios nem terem sido alegados pela Acusação. Se não há vantagem indevida, mesmo um hipotético laudo construído propositalmente com premissas falsas não configuraria o tipo da operação fraudulenta. Pela mesma razão, por mais que os laudos possam conter premissas frágeis ou questionáveis, como as que a Acusação (não sem razão, repito) considera excessivamente otimistas, não há como supor o dolo específico de obtenção de vantagem indevida.

57. São essas as razões pelas quais voto pela inoccorrência de operação fraudulenta, com a consequente absolvição dos Defendentes Frederico Antonio, Pedro Robalinho, Frederico José e Mauro Passini, acompanhando as demais conclusões.

Rio de Janeiro, 18 de junho de 2024.

João Accioly
Diretor