



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

PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES CVM SEI Nºs 19957.002220/2021-30 ("PAS AUSTRO") e 19957.004588/2020-51 ("PAS CATÂNIA)

Reg. Col. 2674/22 e 2301/21

Acusados: BFL Administração de Recursos Ltda e José Antônio Gadenz

Assuntos: Apurar a suposta falta do dever de diligência.

Relator: João Accioly

Relatório

I. OBJETO

1. Os dois processos indicados na epígrafe foram instaurados pela Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais ("SIN") em face da BFL e seu sócio José Gadenz. A conexão foi decidida em 21.05.2024 pelo Colegiado, diante da proximidade temporal, similaridade fática e completa identidade dos acusados.

II. BREVISSIMA SÍNTESE DAS ACUSAÇÕES

2. Dois fundos de investimento geridos pela BFL, FI Austro IPCA e FI Austro Profit, adquiriram, entre set/2014 e ago//2015, CCBs emitidas pela Novo Guaíba S.A. Outro fundo gerido pela BFL, FI Catânia, adquiriu CCBs emitidas pela Agrária Indústria S.A., em jul/2015.

3. Os relatórios das agências de rating para as CCBs de ambas as companhias apontavam relevante risco de crédito. Para a Acusação, isso estaria em desacordo com a política de investimentos prevista nos regulamentos dos fundos, que previam níveis menores de risco que aqueles constantes dos relatórios de rating. Por essa alegada violação a disposições do regulamento, a Acusação imputa descumprimento do dever de diligência a ambos os acusados.

III. CCBS DA NOVO GUAÍBA S.A. (PAS AUSTRO)

III.1. ACUSAÇÃO DE QUEBRA DO DEVER DE DILIGÊNCIA

4. Os Fundos FI Austro IPCA e FI Austro Profit, geridos pela BFL, adquiriram CCBs da emissora Novo Guaíba S.A. Para a Acusação, a falta de diligência da BFL teria como indícios:

- a) A ocorrência de transações entre partes relacionadas, pois um diretor da Novo Guaíba era sócio da BFL, junto com José Gadenz;
- b) Descumprimento aos regulamentos dos fundos, adquirindo ativos em desconformidade com a avaliação de crédito mínima neles exigida; e
- c) Fragilidades na formalização e do teor das garantias das operações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

5. A Novo Guaíba emitiu as CCBs em fase pré-operacional, cujo objetivo era desenvolver um loteamento como proprietária dos terrenos e incorporadora. Foram duas CCBs: a primeira em 24.09.2014, de R\$ 5 milhões (1ª CCB Guaíba), e a segunda em 12.06.2015, de R\$ 3 milhões (2ª CCB Guaíba). Ambas tinham mesmas condições financeiras e mesmas garantias: um imóvel, as próprias ações da emissora, e aval dos sócios¹. Em setembro de 2014, a Austin Rating emitiu o Relatório de Rating Preliminar com a nota “brBB(p)” ao ativo (doc. 1236549), confirmada em agosto de 2015 no Relatório de Rating Definitivo (1236552).

6. O FI Austro IPCA adquiriu ambas nas respectivas emissões, e depois as revendeu para o FI Austro Profit, em agosto de 2015.

7. A KPMG fez a auditoria das DFs de 2014 do FI Austro IPCA e chamou-lhe a atenção a cronologia dos negócios: o fundo foi constituído em março de 2014 e a Novo Guaíba, emissora das CCBs, em abril de 2014. O fundo iniciou suas atividades em setembro de 2014 e, no mesmo mês alocou R\$ 5 milhões na CCB. A KPMG então enviou correspondência à CVM, relatando “operações atípicas com partes relacionadas do gestor” (doc. 1236536).

8. O relatório da auditoria da KPMG (mar/2016) assim justifica sua abstenção de opinião:

Em julho de 2015, o Administrador atualizou o Registro de Imóveis e o valor de mercado do imóvel garantia da operação, (sic) foi estimado em R\$ 1.500 mil.

Os avalistas possuem, cada um, 33% de participação na Nova Guaíba (...). Um dos avalistas é, ainda, Sócio Administrador da BRS Administração de Recursos Ltda., empresa responsável pela gestão de recursos do Fundo. Concluímos assim que houveram (sic) transações com partes relacionadas. (...)

(...) [A] agência de classificação de risco Austin Rating reafirmou a nota (...) brBB em escala nacional, que demonstra que as garantias são insuficientes, o risco de crédito é relevante e a capacidade de pagamento dos créditos é baixa.(...)

Não foi possível avaliar até a data de conclusão (...) a qualidade dos créditos concedidos e suas garantias.”

9. O quadro societário da BFL era composto por O.M.C. (90%) e José Gadenz, (10%) (1236567). O.M.C. era sócio (33%) e diretor da emissora Nova Guaíba. Por isso, diz a Acusação, a KPMG enviou correspondência à CVM sobre “a ocorrência de operações atípicas, realizadas com partes relacionadas do gestor do Fundo”.

10. Quanto às fragilidades das garantias, a Acusação expõe que o imóvel cedido em alienação fiduciária em garantia pertencia a um dos sócios da BFL, tivera avaliação inicial de R\$ 4,1 milhões e, menos de um ano depois, foi reavaliado a R\$ 1,5 milhão pelo administrador

¹ Vencimento em 60 meses e taxa de 15% a.a.. As garantias eram: i) Alienação Fiduciária de imóvel denominado “Sítio Farroupilha” – (doc. 1236562); ii) Alienação Fiduciária da totalidade das ações da Emissora (doc. 1236563); iii) Cessão Fiduciária de Direitos de Crédito da Emissora (doc. 1236564) e, iv) Aval dos sócios (Docs. 1236561 e 1236565)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

do FI Austro IPCA (1236551). Para a Acusação, isso levaria a crer que a precificação original apenas chegou a tal valor para que a gestora pudesse apresentar uma garantia que aparentasse ser de valor suficiente para justificar a operação.

11. A BFL apresentou outro laudo para corroborar a avaliação do imóvel, com valor de R\$ 6,2 milhões (1236547). Acusação contesta esse laudo por ser datado de 07.10.2015, bem posterior à aquisição inicial da CCB, que fora em 2014.

12. A Acusação também afirma, com base no relatório preliminar de rating, que as demais garantias (direitos de crédito da Novo Guaíba e as ações de sua emissão) dependiam do desempenho da emissora. Nesse sentido, apesar de o relatório destacar o bom histórico da construtora envolvida no empreendimento, a Acusação entende que a construtora não é a responsável pelo pagamento das CCBs.

13. A Acusação afirma que o rating da CCB de setembro de 2014, com a nota brBB e risco de crédito relevante, estariam em desacordo com os regulamentos dos fundos, que determinariam que os ativos possuam baixo risco de crédito (art. 18, §2º, do regulamento do FI Austro IPCA (1236537)² e art. 7º, item 2, do Regulamento do FI Austro Profir (1236542)³.

14. Na emissão da 2ª CCB Guaíba, a agência de rating elaborou o relatório de rating definitivo, em que replicou a mesma nota brBB e a mesma análise da operação.

15. A Acusação afirma também que, no “Relatório de Análise Periódica de Ativos”, elaborado pela BFL (1236572), a gestora: (a) afirmava que as garantias, o *rating* e o enquadramento na política de investimento do Fundo estariam adequados (o que seria falso, para a Acusação); (b) reconhecia pendência da formalização dos documentos da operação e inadimplementos contratuais, dos quais os mais importantes seriam a falta de contratação do banco depositário e a abertura de conta vinculada, assim como a falta de constituição da garantia de alienação fiduciária das ações de emissão da Novo Guaíba.

16. As pendências e inadimplementos teriam permanecido em aberto até 09.10.2015, meses após a aquisição da 2ª CCB Guaíba, quando passou a constar do Relatório de Análise Periódica o inadimplemento contratual sobre a falta de constituição das garantias relacionadas.

² “Artigo 18 – O patrimônio do FUNDO deverá ser composto pelos seguintes ativos financeiros, na proporção abaixo definida: (...) Parágrafo 2º - Os direitos, títulos e valores mobiliários que compõem a carteira do FUNDO ou os respectivos emissores devem, dentre outros critérios, ser considerados de baixo risco de crédito, com base, dentre outros critérios, em classificação efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no país.”

³ “Art. 7º. As aplicações do Fundo deverão ser representadas isolada ou cumulativamente pelos seguintes ativos, observando-se os limites descritos na tabela abaixo: 2) Títulos de crédito privado, emitidos por pessoa jurídica, instituição financeira ou não, incluindo, mas não se limitando, debêntures emitidas por holding controladora de instituições financeiras de médio porte e/ou emitidos por seus controladores, desde que considerados como de baixo risco de crédito;”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

17. Como só a partir da emissão da 2ª CCB Guaíba passou a ser mencionada a existência de Agente Fiduciário para a operação, a Acusação conclui que o acompanhamento do título entre 09.2014 e 08.2015 era realizado pela própria BFL.

18. A partir da intervenção do agente fiduciário ao apontar pendências e alertas (1236575 e 1236576), outras inconsistências teriam sido detectadas em documentos que constituíam garantia, como a alienação fiduciária das ações da Nova Guaíba e a contratação de conta vinculada. Assim, a Acusação entende não ter ocorrido a devida formalização de documentos relevantes para a aquisição das CCBs pelos fundos geridos pela BFL por todo ano de 2015.

19. Por fim, inspeção feita pela SFI na BFL⁴ identificou alegadas “fragilidades na estrutura” da gestora para as atividades de *compliance* e gestão de risco operacional. Para a Acusação, essas fragilidades teriam, em parte, acarretado as irregularidades (1236583):

“Somente ao longo dos trabalhos de fiscalização desta SFI que a [BFL] passou a dispor de uma estrutura independente de *compliance*, mediante (i) a contratação de um gerente em 23.02.16, (ii) a elaboração de um manual, aprovado em 25.04.16 e (iii) a criação de uma estrutura física dedicada unicamente à área de *compliance* (...)

Os relatórios fornecidos pela área de *compliance* da [BFL] sobre o cumprimento de regras, procedimentos e controles internos não mencionam a realização de qualquer teste, nem apresentam previsão de que tais testes serão realizados no futuro. (...)

A política de gestão de risco operacional da [BFL] não se encontrava devidamente formalizada até 25.04.16. (...)

A [BFL] não demonstrou efetuar o monitoramento e a mensuração permanentes do risco operacional inerente a cada uma das carteiras administradas. (...)

A [BFL] informou que ‘as áreas que executam a análise e acompanhamento dos ativos são a mesma’ (fl. 112). (...).

20. Assim, a BFL teria falhado no seu dever de diligência previsto no art. 65-A, I, da ICVM nº 409 de 24.09.2014 a 01.10.2015, e ao art. 92, inciso I, da ICVM nº 555⁵, no período de 01.10.2015 até a completa formalização das garantias das CCBs em 04.2016. A Acusação também enquadra a aquisição de ativos em desacordo com a política de investimentos como infração ao art. 65, XIII, da ICVM 409⁶.

⁴ Na época da inspeção, a BFL chamava-se BRS, e assim o relatório de inspeção se refere à empresa.

⁵ O art. 65-A, I, da ICVM 409 foi substancialmente mantido na ICVM 555: 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;

⁶ 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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III.2. ADMINISTRADORES DOS FUNDOS: TERMO DE COMPROMISSO E OFÍCIO DE ALERTA

21. A empresa e a pessoa natural administração de carteiras de valores mobiliários à época das aquisições formularam proposta conjunta de celebração de termo de compromisso no Processo CVM nº 19957.007012/2016-60, aceita pelo Colegiado em 18.02.2021 (1236586).

22. Em 27.06.2017, a administradora responsável após as aquisições foi destinatária de ofício de alerta com base na ausência de documentos que comprovassem sua atividade de monitoramento e acompanhamento dos processos de seleção de ativos pela gestora, bem como fragilidades em relação à sua obrigação de fiscalizar a gestora, no Processo CVM nº 19957.007925/2018-48 (1236588),

III.3. MANIFESTAÇÃO DA BFL

23. Em sua manifestação prévia, a BFL alegou, em síntese (1236589):

- a) O rating estava adequado ao regulamento do FI Austro IPCA. Destaca trecho do relatório de rating, em que a agência “*considera a alienação fiduciária como uma garantia segura e de liquidação mais rápida, oferecendo menor risco jurídico da operação*”.
- b) Acredita que a agência de rating tenha alterado sua metodologia de classificação visto que a alienação fiduciária seria uma garantia segura e de liquidação mais rápida;
- c) O Regulamento do FI Austro IPCA explicita que seriam utilizados outros critérios para avaliação do risco de crédito além do relatório de *rating* da operação, em consonância com o item 17 do Ofício-Circular/CVM/SIN/nº 6/2014;
- d) houve problemas na formalização das garantias, que não eram graves, foram tomadas providências pela gestora e os problemas foram corrigidos.

24. Em réplica, a Acusação afirma que a BFL omitiu trecho do parágrafo do relatório de rating que transcreveu (grifos da acusação):

Porém, destaca-se que o imóvel dado em garantia *não oferece cobertura integral ao valor da emissão, sendo seu valor de mercado estimado em 81,6 % do valor da operação*. Adicionalmente deve-se levar em conta que os laudos apresentam o valor de mercado do imóvel, que não representa o provável valor de liquidação forçada (...), indicando que em um evento de default a cobertura deve ser ainda [menor]. Outra questão a ser considerada é que *a emissão só pagará juros e principal no vencimento, de forma que o saldo da dívida deve chegar à casa dos R\$ 10 milhões, o que reduziria a cobertura imobiliária a aproximadamente a 40,6% do valor a pagar*, considerando valor de mercado do imóvel. Neste caso, o risco de desempenho do projeto tem forte impacto na classificação desta emissão. (...)

25. Sobre o argumento da BFL no item (c), a Acusação que o Relatório de Análise Inicial de Ativos (1236569), enviado para comprovar o uso desses outros critérios na aquisição do ativo, tem as seguintes inconsistências: (1) é datado de 11.08.2015, data muito posterior à aquisição do ativo pelo FI Austro IPCA; (2) as DFs da emissora (1236593), a que o Relatório



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

de refere, são simplórias por ter sido a empresa constituída pouco tempo antes; (3) o Relatório de Análise de Crédito preparado pelo Gestor (1236570) seria um documento sem data, e basicamente formado por trechos do Relatório de Rating e da escritura da CCB, ou seja, sem qualquer esforço de uma análise do risco de crédito propriamente dita.

26. Acerca do item (d), a peça acusatória afirma ser inverdade a suposta baixa gravidade. Ainda em janeiro de 2016, um ano e meio após a emissão da primeira CCB, a BFL ainda manteria inúmeros documentos relativos à garantia da operação não formalizados, o que frustraria o sucesso de uma eventual excussão das garantias. No que tange à alegada regularização da documentação, afirma a Acusação que os anexos apresentados só ratificaram a demora da gestora na formalização de documentos imprescindíveis à solidez da operação, pois durante mais de 18 meses após a aquisição da 1ª CCB e nove meses após a aquisição da 2ª CCB os documentos relativos às garantias teriam permanecido sem a devida formalização, mantendo os dois fundos de investimentos em riscos acima do que seus deveres impunham.

III.4. DIRETOR RESPONSÁVEL JOSÉ GADENZ

27. Para a Acusação, as infrações imputadas à BFL decorrem de “atos de natureza institucional”, pelo que conclui que seu diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, “por dever de ofício e por suas inerentes atribuições” na gestão dos fundos e no cumprimento das obrigações regulatórias, “participou e tinha conhecimento desses atos”. O acusado José Gadenz era o diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários da BFL, à época dos fatos, pelo que a Acusação lhe imputa as mesmas infrações imputadas à BFL.

28. Em 29.03.2021, José Gadenz apresentou manifestação prévia (1236598), argumentando, em síntese, que a análise da CVM sobre a diligência dos gestores de recursos de terceiros se concentra no processo de decisão, sendo obrigação de meio e não de resultado. No caso, não haveria interesses próprios conflitantes na decisão de adquirir ou não os ativos. A falta de diligência estaria ligada à culpa apenas se o processo de decisão fosse inadequado e causasse prejuízo ao fundo, o que não teria ocorrido. A punição dos gestores seria contrária à *business judgment rule*, uma vez que a decisão foi informada, refletida e desinteressada. Os procedimentos adotados podem não ser ideais, mas não demonstram falta de cuidado na aquisição do ativo, especialmente considerando não haver prejuízo aos cotistas.

29. Além disso, o acusado alegou que:

- a) O relatório de rating não deve ser utilizado como critério único de avaliação de risco, reforçando o entendimento - também manifestado pela própria BFL - de que a tomada de decisão de adquirir as referidas CCBs não se restringiu ao *rating*, mas foi precedida de *due diligence* e baseada em inúmeros documentos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

b) Os cotistas – todos investidores qualificados - do Austro IMA-B - cotista único do FI Austro Profit - em assembleia geral realizada em 23.05.2019 (1236599) teriam aprovado a repactuação de prazo e taxas das CCBs Novo Guaíba.

30. Quanto à alegação não haver prejuízos, afirma que foram repactuadas as condições originais das CCBs, com postergação dos prazos de vencimento e redução das taxas de juros.

III.6. DEFESAS

BFL

31. Preliminarmente, a BFL alega ilegitimidade passiva para responder por infração ao art. 65, XIII da ICVM 409, tendo em vista que a norma é direcionada aos administradores de fundos e ela atuava somente na gestão.

32. Também preliminarmente, alegam a alteração do controle societário da BFL, explicando que a defendente, então denominada Austro Administração de Recursos Ltda., era integrante de grupo econômico, o Grupo Austro, que mantinha em sua estrutura empresas responsáveis pelas atividades de administração fiduciária e gestão de carteira de valores mobiliários. Mediante contrato de compra e venda de cotas firmado em 15.10.2019 (1398402), o controle societário foi adquirido por duas pessoas naturais e pela BFL Capital Ltda., passando a sociedade a adotar a denominação BFL Administração de Recursos Ltda.

33. Logo, nenhum dos atuais sócios, controladores ou dirigentes da BFL possuiria qualquer relação cunho societário, operacional ou comercial com o Grupo Austro, de modo que não teria qualquer responsabilidade, ingerência ou atuação nas operações do processo.

34. Contra o argumento sobre a transação entre partes relacionadas, a defesa afirma que o sócio da BFL “conflitado” na operação sequer foi acusado, indicando que não havia indícios suficientes de materialidade e autoria para indiciá-lo no âmbito de conflito de interesses.

35. Com relação a emissão do Relatório de Análise Inicial de Ativos, a defesa pede novamente o reconhecimento da sucessão de controle destacando que *“a BFL, atualmente, contempla estrutura diretiva, organizacional e societária que em nada guarda relação com a observada à época dos fatos.”*

36. Ressalta também o princípio da verdade real de modo que, *“a fim de que eventual punibilidade seja compatível com a verdade real em relação aos fatos apurados neste processo administrativo sancionador, é imperiosa a extensão da responsabilidade pelos atos por meio do indispensável reconhecimento da sucessão entre Austro Administração de Recursos LTDA. e Austro Gestão de Recursos LTDA.”*

37. No que diz respeito às supostas falhas na formalização de garantias, *“o Termo de Acusação confunde atribuições características dos prestadores de serviços de administração e de gestão, conforme então previstas na Instrução CVM nº 409/2004, e tenta imputar à BFL,*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

que à época da aquisição dos ativos pelo Fundo figurava apenas como gestora, atribuições típicas do administrador.”

38. O administrador é o representante legal do fundo, com base no art. 57, caput, § 1º, da ICVM 409/04, de modo que a Acusação ignoraria a atuação do administrador na formalização dos negócios relacionados às operações dos Fundos, ao imputar tal responsabilidade à gestora.

39. Para a administradora do Austro Profit, foi enviado Ofício de Alerta, instrumento bem menos gravoso, evidenciando desproporcionalidade de medidas para a mesma conduta.

40. Por fim, em referência às supostas falhas na estrutura de compliance e risco da gestora, a defendente afirma que a estruturação operacional de uma instituição administradora de carteiras e valores mobiliários é objeto de tutela específica e distinta no âmbito das normas editadas pela CVM, de modo que não cabe utilizar tal argumento para caracterizar objetivamente descumprimento do dever de diligência.

JOSÉ GADENZ

41. Sobre as supostas falhas na estrutura de compliance e risco da gestora, o defendente afirma que, com base na ICVM 558, o diretor responsável pela atividade de gestão de recursos de terceiros não pode ser responsável por nenhuma outra atividade, na instituição ou fora dela, inclusive pelas atividades de compliance, regras e procedimentos internos e gerenciamento de riscos. Assim, não poderia ser acusado por falhas em tais atividades.

42. Em relação à acusação de falhas na formalização de garantias, a Defesa ressalta que não houve prejuízos decorrentes da suposta infração.

43. Sobre a transação entre partes relacionadas, José Gadenz não obteve qualquer benefício pessoal ou para outrem com a aquisição das CCBs Novo Guaíba. Invoca a “*business judgment rule*” que atribui discricionariedade negocial aos administradores, desde que a decisão seja tomada de boa-fé, informada e sem interesses conflitantes. Ademais, o regulamento do Austro Profit previa a aquisição de ativos de partes relacionadas (art. 8º, IV).

44. Por fim, ressalta que ambos os fundos eram destinados exclusivamente a investidores qualificados, que “*atestaram ciência e concordância inequívoca acerca dos riscos inerentes aos investimentos, bem como de que não seriam aplicáveis (...) proteções (...) conferidas aos investidores que não sejam qualificados*”.

45. Sobre o descumprimento dos regulamentos dos fundos Austro IPCA e Austro Profit, não se pode considerar apenas o relatório de rating para classificar o risco de um ativo, sendo necessário levar em conta o processo de *due diligence* e outros documentos da emissora. Assim, não seria correto alegar descumprimento dos regulamentos apenas porque o relatório de rating afirma risco de crédito relevante.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

IV. CCBS DA AGRÁRIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO (PAS CATÂNIA)

IV.1. ACUSAÇÃO DE QUEBRA DO DEVER DE DILIGÊNCIA

46. O FI Catânia era administrado e gerido pela BFL. Tinha 10 cotistas, todos investidores qualificados, sendo nove constituídos em RPPSs municipais e o décimo, o fundo Rhodes FIC FI Renda Fixa Longo Prazo (1049018).

47. O Catânia adquiriu sete CCBS da emissora Agrária Indústria e Comércio Ltda (“CCBs Agrária”), em 31.07.2015, por R\$ 311.689,79 cada. As CCBS Agrária haviam sido emitidas em 30.03.2015 no valor individual de R\$ 300 mil e total de R\$ 18 milhões, remuneração de IGP-M + 12% a.a. e prazo de vencimento em cinco anos somados a seis meses de carência para o pagamento de juros e 12 meses de carência para o pagamento de principal (1049025). Em dezembro de 2014 a SR Rating já havia atribuído à operação a classificação global de rating em B+, cuja equivalência no Brasil é BBB- (1049289).

48. Eram garantias da operação: (i) cessão fiduciária de créditos da Agrária, decorrentes de vendas de seus produtos, (ii) cessão fiduciária de créditos da Agrária, decorrentes de recursos ou aplicações financeiras; e (iii) o aval dos dois sócios da Agrária.

49. Em março de 2016, diante de inadimplência das CCBS, a BFL ajuizou ação de execução das garantias em face da Agrária.

50. Em ofício de 18.01.2017 (1049030), a SIN requereu à BFL que esclarecesse os procedimentos para aquisição das CCBS Agrária. Em sua resposta de 01.02.2017 (1049254), a BFL apresentou documento denominado “Relatório de Análise Inicial de Ativos” (1049256).

51. A Acusação entendeu que o relatório fora reaproveitado de outro fundo de investimento - o BRS IPCA FI RF CP. Em resposta (1049258), a BFL afirmou que a análise do relatório deve estar focada no ativo a ser adquirido e não em um fundo de investimento especificamente. A Acusação concluiu que o diretor operacional da BFL confirmou a inexistência de qualquer documento específico para o fundo Catânia.

52. O primeiro indício de falta de diligência apontado pela acusação é o questionamento da qualidade e da legitimidade do Relatório de Análise de Crédito (1049266) - documento que precedeu a aquisição do ativo para a carteira do FI Catânia - tendo em vista que:

- a) é composto por uma única página, não é datado e nem contém qualquer assinatura;
- b) a BFL apresentou o documento à fiscalização da CVM apenas quando questionada sobre o Relatório de Análise Inicial ter sido elaborado após a aquisição das CCBS;
- c) Não é mencionado no checklist de documentos do respectivo Relatório.

53. Logo, segundo a Acusação, tudo indicaria que o documento não foi efetivamente elaborado antes da aquisição do mencionado ativo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

54. Além disso, de acordo com o TA, o Relatório de Análise de Crédito “*é quase que uma transcrição ipsis litteris do Relatório de Rating das CCBs AGRÁRIA emitido pela SR Rating em dezembro de 2014*”, e, por sua vez, tal documento na realidade constaria a nota BBB-, da escala nacional, que demonstra baixa qualidade de crédito em qualquer cenário, e garantias “modestas”.

55. A Acusação afirma que houve descumprimento do Regulamento do FI Catânia (1048995), pois ele estabelecia restrição quanto à avaliação mínima de rating para que um título de crédito privado pudesse integrar a carteira do Fundo, conforme artigos 7º e 8º. Ficaria claro que o Regulamento determinava “*que somente poderiam ser adquiridos títulos de crédito privado para a carteira do FI Catânia que recebessem avaliação de rating igual ou superior a “A-”, se emitida por agência nacional, ou “BBB”, se emitida por agência internacional*”. As CCBs Agrária tinham nota inferior.

56. Os artigos 7º e 8º do Catânia desmontariam o argumento da BFL de que o regulamento “*não exige expressamente qualquer nota de rating dos ativos, somente colocam como requisito que os ativos (...) possuam classificação de ‘baixo risco de crédito’*”.

57. As DFs de 2013 e 2014 do emissor, apresentadas pela BFL para embasar a aquisição das CCBs, continham as seguintes ressalvas:

- a) “A estimativa de perdas com créditos de liquidação duvidosa registrada pela Empresa em 31 de dezembro de 2014 é de R\$ 710 mil. Todavia, nosso exame indicou que tal estimativa não é suficiente para cobrir as perdas prováveis na realização do contas a receber, sendo a insuficiência apurada, naquela data, de R\$ 9.346 mil. Consequentemente, o patrimônio líquido está a maior e o prejuízo do exercício está a menor no mesmo montante da insuficiência da estimativa de perdas apurada.”
- b) “A Empresa mantém empréstimos e financiamentos e contas a pagar com fornecedores em moeda estrangeira. No exercício findo em 31 de dezembro de 2014, a Empresa deixou de reconhecer despesas de variação cambial no montante de R\$ 2.734 mil. Consequentemente, o patrimônio líquido está a maior e o prejuízo do exercício está a menor no mesmo montante.”
- c) “{...} a Empresa apresenta capital circulante líquido negativo de R\$ 3.768 mil e prejuízo no exercício de R\$ 5.041 mil”.
- d) “... devido à relevância dos assuntos descritos no parágrafo Base para conclusão adversa, essas demonstrações financeiras não apresentam adequadamente a posição patrimonial e financeira da Agrária Indústria e Comércio Ltda, em 31 de dezembro de 2014”.

58. Para a Acusação, como a própria auditora independente apontou inconsistências e incertezas no exercício de 2014, não faria sentido que tais documentos fossem utilizados pela BFL como parâmetro confiável ou assertivo para a tomada de decisão de investimento.

59. Outro argumento que a BFL apresentou para sustentar a decisão de investimento nas CCBs foi o Relatório de Acompanhamento das CCB’s Agrária (1049338), elaborado pelo agente fiduciário da operação, de abril de 2015, ou seja, três meses antes da aquisição. Para a Acusação, porém, tal documento revelaria que:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- a) Os dois avalistas das CCBs Agrária tinham histórico de pendências financeiras;
 - b) a situação cadastral da emissora demonstrou mais de R\$ 3 milhões entre refinanciamentos, protestos e dívida vencida logo após a emissão das CCBs;
 - c) logo após a emissão das CCBs, a situação cadastral de seus sócios foi resolvida, por meio da supressão de pendências que remontavam a quase R\$ 1,5 milhões;
 - d) nenhum outro investidor decidiu aderir à emissão das CCBs.
60. Por fim, em relação as garantias das CCBs Agrária previstas na Escritura de Emissão (1049025), a primeira e segunda delas - créditos provenientes das vendas da companhia e créditos provenientes de recursos e aplicações financeiras da empresa – se teriam tornado totalmente ineficazes, pois o relatório de rating indicaria que:
- a) as CCBs tinham por finalidade satisfazer obrigações de curto prazo em um sistema de “rolagem” de dívida para melhorar a saúde financeira da empresa;
 - b) os gráficos que compõem o relatório de rating demonstram queda expressiva do lucro líquido da companhia no ano de 2014 e uma grande parcela (82%) da dívida concentrada no curto prazo, indicando reduzida capacidade de geração de receitas e acentuada fragilidade financeira da emissora.
61. No que diz respeito à terceira garantia - o aval dos sócios da Agrária, - não se demonstraria confiável o aval de duas pessoas físicas que configuravam estar em situação de fragilidade financeira, representada por diversas dívidas, protestos e refinanciamentos.
62. Nesse contexto, a BFL teria descumprido o art. 8, §2º, III, do Regulamento do FI Catânia, que atribui condições que deveriam ser observadas em relação às garantias de operações envolvendo títulos de crédito privado, no caso, de que a operação deverá apresentar garantias reais correspondentes pelo menos 100% do valor de emissão do título.
63. Além disso, a Escritura de Emissão determinava que a Agrária deveria, no prazo de 40 dias, providenciar um valor mínimo da garantia *“equivalente a 150% do valor previsto da próxima parcela de pagamento de juros e amortização de principal das CCBs”*, e constituir um fundo de reserva de valor *“equivalente à soma das próximas 02 (duas) parcelas de pagamento de juros e amortização de principal das CCB's”*.
64. Entretanto, o relatório do agente fiduciário de 09.2015 (1049350) teria registrado que: (i) a constituição do valor mínimo da garantia e do Fundo de Reserva estava expirada desde 11.05.2015; (ii) havia Pedido de Recuperação Judicial formulado pela Agrária; (iii) constavam débitos superiores a R\$ 200 mil após a emissão das CCBs; e (iv) o registro do Instrumento de Compartilhamento nos cartórios de títulos e documentos não existia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

65. Nesse sentido, restaria claro que até mesmo a constituição do valor mínimo de garantia e do fundo de reserva já estavam em atraso antes de a acusada adquirir as CCBs Agrária para o fundo, em 31.07.2015, sinalizando a dificuldade pela qual passava a respectiva emissora.

66. Além disso, ressalta que, por não estarem formalizados os termos de cessão dos direitos creditórios relacionados às receitas de vendas da Agrária, o FI Catânia deveria ter-se habilitado a receber os créditos da CCB's em conjunto com os demais credores, o que não teria sido feito pois não foi possível averiguar o fundo ou sua administradora na lista de credores da emissora⁷. Por fim, alega a Acusação que a BFL não teria observado as práticas indicadas no Ofício Circular nº 7 /2014.

67. A BFL justificou-se alegando que é atribuição do agente fiduciário a formalização das garantias, e a Acusação refutou dizendo que *“é o dever fiduciário do gestor refletido aqui na verificação se a documentação associada ao ativo adquirido pelo seu fundo atende as formalidades legais e jurídicas aplicáveis, como evidência básica da diligência mínima esperada desse gestor antes da aquisição do ativo”*.

68. Diante dos indícios expostos, concluiu a Acusação que a BFL não atuou com diligência na aquisição das CCBs para a carteira do FI Catânia, em infração ao art. 65-A, I, da ICVM 409/04. O descumprimento do regulamento do fundo caracterizaria infração ao art. 65, III.

69. Concluiu a Acusação, ainda, que o diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários na BFL, José Gadenz, era o responsável, por idêntica argumentação à resumida nos §27 deste Relatório (doc. 1049365).

IV.2. MANIFESTAÇÃO PRÉVIA DA BFL E JOSÉ GADENZ

70. Em 31.08.2018, BFL e Gadenz protocolaram resposta conjunta aos ofícios, afirmando:

- a) Ter sido realizado *“estudo criterioso”* sobre o investimento antes da aquisição;
- b) O relatório de rating concedeu o *rating* B+^{SR}, equivalente à classificação BrBBB-, manifestando que era um *“negócio potencialmente promissor”*, de modo que o investimento se enquadraria no Regulamento do FI Catânia;
- c) *“os regulamentos dos fundos apontados pela fiscalização, (sic) não exigem expressamente qualquer nota de rating dos ativos, somente colocam como requisito que os ativos a serem adquiridos pelos Fundos, possuam classificação de ‘baixo risco de crédito’”*;
- d) O website da agência de classificação de riscos S&P Global Ratings diz que a classificação BBB corresponde a *“capacidade adequada para cumprir compromissos financeiros, mas sujeita a condições econômicas adversas”*;

⁷ Processo nº 1000133-76.2015.8.26.0300



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- e) A emissão das CCB's tinha o objetivo de salvaguardar a saúde financeira da empresa, o qual foi um dos fatores que motivou a decisão de investimento;
- f) A formalização das garantias seria atribuição do agente fiduciário da operação;
- g) Todas as medidas necessárias para possibilitar recuperação do ativo teriam sido tomadas, incluindo medidas judiciais e contratação de empresa de busca de ativos.

IV.4. DEFESA

71. Em 22.02.2021, BFL e Gadenz apresentaram defesa conjunta tempestiva (1202146). Alegam que as medidas tomadas foram baseadas em análises financeiras e no Relatório de Rating realizado pela SR Rating, bem como foi considerada a suposta estabilidade financeira da emissora. Além disso, as garantias oferecidas também teriam sido consideradas na decisão de investimento.

72. Sobre o Ofício Circular mencionado no §66 aduzem ser documento recomendatório, logo não seria razoável inferir que o descumprimento de recomendações seja fator caracterizador de infrações administrativas graves.

73. Especificamente sobre José Gadenz, alegaram que a jurisprudência da CVM entende que, caso o diretor tenha implementado regras e procedimentos de supervisão e fiscalização, não haveria de se falar em sua responsabilização⁸. Nesse contexto, narra que a BFL teria um processo de seleção dos ativos a ser observado pelos responsáveis pela tomada de decisão de investimento. Como exemplo, cita que os gestores deveriam elaborar relatórios próprios previamente a aquisição de um ativo de crédito privado, analisando o relatório de rating do ativo e a qualidade das garantias oferecidas.

74. Sobre o dever de diligência, a defesa baseou-se, principalmente, na aplicabilidade da *business judgment rule*, de maneira similar à argumentação resumida no §43 deste Relatório. Assim, para que houvesse culpa em sentido estrito, a Acusação teria de ter demonstrado, acima de qualquer dúvida razoável, que não havia fundamento econômico que justificasse a aquisição das CCBs Agrária.

V. FORMALIDADES

75. Pareceres da PFE positivos (1078914 e 1319711). Pautas de julgamento publicadas em 18.06.2024, no Diário Eletrônico da CVM.

Rio de Janeiro, 09 de julho de 2023

João Accioly
Diretor

⁸ PAS CVM RJ2012/12201