



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

19957.002220/2021-30 (“PAS BFL-AUSTRO”) e 19957.004588/2020-51 (“PAS BFL-CATÂNIA)

Reg. Col. 2674/22 e 2301/21

Acusados: BFL Administração de Recursos Ltda e José Antônio Gadenz

Assuntos: Possível falta do dever de diligência da aquisição de ativos em descumprimento à política de investimentos dos fundos de investimento.

Relator: João Accioly

Voto

I. INTRODUÇÃO

1. Os PASs foram instaurados pela Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais – SIN em face da BFL e seu sócio José Gadenz. Trata-se de condutas extremamente semelhantes, praticadas pelos mesmos agentes – BFL e Gadenz – e com a mesma imputação, pelo que sua cristalina conexão. Trata-se de aquisições de CCBs por fundos de investimento geridos pela BFL, que a Acusação alega terem sido feitas em descumprimento de suas políticas de investimentos e, assim, com infração ao dever de diligência por parte da gestora e de seu executivo.

2. No PAS BFL-Austro, a aquisição foi pelos FI Austro IPCA e FI Austro Profit, de CCBs da Novo Guaíba S.A. O regulamento dos fundos teria sido descumprido porque o relatório da agência de rating indicaria relevante risco de crédito, maior que o permitido pela política de investimentos. A falta de diligência também seria verificada pela impossibilidade de avaliar a qualidade dos créditos e garantias, e teria como indício adicional a circunstância de a operação ter sido com parte relacionada. A Acusação também apontou *“fragilidades na estrutura organizacional da gestora, especialmente no que se refere a compliance e de gestão de risco operacional”* como infração ao dever de diligência (§118 do TA cf. §19 do Relatório).

3. No PAS BFL-Catânia, a aquisição foi pelo FI Catânia, de CCBs da Agrária Indústria S.A. Segundo a Acusação, a BFL não fez relatório de análise de crédito para a aquisição, e o risco de crédito também seria maior do que o permitido pelo regulamento do fundo. Da mesma forma, também teria havido inconsistências na avaliação das garantias. Nada é dito sobre fragilidades na estrutura organizacional da gestora.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

II. REJEIÇÃO DA PRELIMINAR

4. A BFL alegou nulidade do PAS BFL-Austro por ilegitimidade passiva, pois (i) o art. 65, XIII, da ICVM 409 seria direcionado aos administradores de fundos e ela era apenas gestora (Rel. §31); e (ii) a BFL passou por alteração do controle em 2019 (Rel. §§32-33).

Ilegitimidade Passiva

5. O art. 65, XIII, da ICVM 409 também é aplicável para responsabilização de gestoras. Trata-se de atividade que formalmente cabia à figura única da administradora, mas que na prática era das gestoras. Transcrevo um trecho do voto da Diretora Ana Novaes ao averiguar a possibilidade de responsabilização da gestora por infração a esse mesmo dispositivo,

“10. Com relação à alegação da Defesa de que o art. 65, XIII não seria aplicável ao gestor de fundo de investimento, é importante deixar claro que apesar do caput do referido artigo fazer referência apenas ao termo “administrador”, ele deve ser interpretado de forma sistemática. No caso concreto, não seria lógico exigir apenas do administrador do fundo a observância dos limites por emissor e por modalidade de ativo financeiro, quando é o gestor que, primeiramente, compra e vende tais ativos. Neste sentido, o gestor é o responsável inicial pela escolha de tais ativos. Assim, entendendo que a obrigação de observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto do fundo de investimentos é comum a ambos. Dessa forma, não procede o argumento trazido pela Defesa.”¹

Alienação de Controle

6. Modificações de composição societária ou alienações de controle de pessoa jurídica não são causa de extinção de punibilidade, pela jurisprudência pacífica deste Colegiado. Transcrevo trecho de voto do Presidente João Pedro Nascimento sobre o tema,

34. Embora a alienação de controle resulte na alteração do quadro societário da pessoa jurídica, a sua personalidade jurídica não sofre qualquer modificação, razão pela qual deve continuar a responder pelas irregularidades que praticou².

7. Dessa forma, voto pelo não reconhecimento da preliminar.

III. MÉRITO

Desconformidade dos ativos com a avaliação de crédito mínima

8. É nítido o descumprimento das políticas de investimentos pela BFL.

9. Assim dizia o regulamento dos fundos Austro, que adquiriram as CCBs da Novo Guaíba:

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.

¹ PAS CVM nº RJ2012/6987, Rel. Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 18.11.2014.

² PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 28.02.2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

10. Mas o que o relatório de rating dessas CCBs previu era uma capacidade fraca de pagamento com relevante risco de crédito, pelo que atribuiu a nota brBB(p):

“Obrigações protegidas por moderadas margens de cobertura para o pagamento de juros e principal. Obrigações suportadas por garantias moderadas e apresentam menor probabilidade de default entre os títulos com grau especulativo. **A capacidade de pagamento é fraca. O risco de crédito é relevante.**” (Grifei – cf. Relatório, §8)

11. A mesma situação se verificou em relação ao FI Catânia, que adquiriu as CCBs da Agrária. Eis a definição de política de investimentos do regulamento:

Artigo 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, **desde que considerados como de baixo risco de crédito;**

Artigo 8º. O Fundo obedecerá, ainda, os seguintes parâmetros de investimento:
Parágrafo Segundo. Não obstante o exposto neste artigo, para as operações realizadas envolvendo títulos de dívida privados, as seguintes condições deverão ser observadas: (...)

V. a operação deverá apresentar nota definitiva a ser emitida por Agência de Rating nacional **igual ou superior a “A-”** e, para Agência de Rating Internacional, **igual ou superior a “BBB”**;

12. As CCBs da Agrária tinham a nota global B+, que equivale no Brasil a BBB- (Relatório, §47). O relatório de rating afirmou baixa qualidade de crédito em qualquer cenário (Rel. §54).

13. Em relação às CCBs da Novo Guaíba, a defesa alega que o relatório teria errado a nota. Nesse sentido, diz que haveria outros critérios além da classificação do rating para a decisão de investir. Nada de absurdo há nisso, mas não é o que se verifica no caso dos autos. Em tese, a gestora até poderia ter chegado à conclusão de que o risco era baixo, mas desde que apresentasse os outros fatores que analisou, e a razão para eles terem pesado mais que a opinião da agência de rating. Mas não apresentou. O descumprimento da política de investimentos é nítido.

14. No caso das CCBs da Agrária, a análise do argumento é um pouco diferente. De um lado, a BFL apresenta um documento, chamado Relatório de Análise de Crédito, em que alega ter feito as análises em que baseou sua decisão de adquirir o ativo – exatamente o tipo de análise que teria que ter apresentado para justificar a decisão de adquirir as CCBs da Novo Guaíba, já que o regulamento daqueles fundos falava de maneira mais aberta em baixo risco com base no rating “*dentre outros critérios*”. De outro, porém, por mais que o relatório fosse um primor de análise de crédito (e não era), o requisito do regulamento era **objetivo**: havia uma nota mínima, que devia ser atribuída por agência de rating. Não havia sequer uma discricionariedade a ser balizada por deveres fiduciários. Havia um comando direto e expresso no regulamento. A não ser que mudasse o regulamento, ou ao menos obtivesse uma autorização pela assembleia (em quórum igual ao da mudança do regulamento), ou então que usasse seu relatório de análise de crédito para convencer alguma agência de rating a reclassificar o ativo, tratava-se de operação vedada pelo regulamento do fundo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

15. Em conclusão: os regulamentos nos dois casos nitidamente proibiam a aquisição das CCBs. Parece-me inquestionável ter havido falta do dever de diligência. E acrescento que foi falta de diligência *no mínimo*, porque a meu ver os elementos são até mesmo indicativos de quebra do dever de lealdade³.

³ Como se trata de acusação não formulada, incluo os comentários nesta nota de rodapé, mas convém desenvolver o argumento sobre a conduta ter-me parecido violadora de lealdade e não apenas de diligência. A Defesa foca bastante na questão de que não teria havido conflito de interesses na decisão, mas isto não me é tão claro assim. Parto da citação do voto da Diretora Marina Copola no PAS [Duque], j. 02.07.24, que acompanhei:

12. [O dever de lealdade] tem por base o duty of loyalty dos regimes inglês e norte-americano, contexto em que já foi descrito como o mais importante dos deveres fiduciários. Ele é voltado sobretudo a lidar com situações diversas nas quais os administradores pudessem se locupletar de operações e oportunidades em detrimento da companhia. Nos Estados Unidos, por exemplo, o dever de lealdade está no centro de toda a discussão ligada aos conflitos de interesse.

A lealdade tem essa ligação próxima com o conflito porque a deslealdade pode ser definida como alguém privilegiar o próprio interesse conscientemente em detrimento do interesse que deveria defender. A hipótese de descumprir um comando direto como o perfil de risco pode até não pressupor a intenção de impor perda aos titulares do interesse a quem se deve lealdade, como em casos de mais evidente deslealdade. Mas o interesse do representante-fiduciário ainda é perseguido em detrimento do interesse dos investidores, por pelo menos duas óticas:

Pela primeira ótica, qualitativamente, e independentemente de qualquer quantificação, os investidores condicionaram seu aporte a que não se fizesse determinado tipo de negócio com seu dinheiro. Imagine-se um fundo ou companhia que prometa em seus atos constitutivos que não irá adquirir ativos de tal ou qual característica, a que seus investidores atribuam alguma importância ideológica, mística, religiosa, moral etc.

Ao adquirir um ativo com uma característica vedada desse tipo, o representante da entidade que sabe da vedação, do quanto ela é importante para os investidores, e de quão claramente o ativo contraria a vedação não terá sido desleal a quem lhe confiou os recursos para negociar? Mesmo que a operação seja lucrativa, tanto ex ante quanto ex post, de que adianta o argumento da vantagem financeira se os investidores tiverem um conjunto de crenças e preferências que os faça não desejarem obter ganho com tal ou qual tipo de negócio?

O representante terá privilegiado o seu interesse - de obter resultados financeiramente positivos para a entidade coletiva e incorrer na prática de atos que não violam o seu conjunto pessoal de crenças e preferências - porque é de tais resultados positivos que extrai a sua remuneração. Essa escolha se dá em contrariedade à preferência expressamente declarada dos investidores, uma quebra direta de uma promessa de não agir desta ou daquela forma, e por isso é desleal. No caso dos autos não há questão de tal ordem, mas há um comando de não ter tal nota de rating, de ter 100% de garantia real. Se isso foi propositalmente descumprido, vejo como desleal.

Pela segunda ótica, em termos financeiros, pode-se ilustrar o conflito efetivo de interesses pelos diferentes valores que os investimentos apresentam *ex ante* para diferentes indivíduos com diferentes tolerâncias a risco. Refiro-me ao *valor percebido* e não ao *valor esperado*. Suponhamos que o valor esperado seja calculado com grandezas com que todos os envolvidos concordariam, i.e., os resultados possíveis e suas respectivas probabilidades. Ainda assim, o *valor percebido* é obtido por uma função de utilidade, referente ao benefício pela ótica subjetiva de cada investidor. Mesmo supondo que o único benefício financeiro esperado pelo gestor seja derivado de sua remuneração conforme prevista no regulamento, e assim “contratada” com os investidores, o mesmo contrato inclui o tipo de risco. Se o gestor usa um fator de tolerância a risco maior que o do investidor, para um investimento de alto risco e alto retorno, o valor percebido pelo gestor é maior que o valor percebido pelo investidor. A partir de certo grau de risco e conforme a diferença entre os graus de tolerância a risco, o valor percebido pelo investidor é negativo e o valor percebido pelo gestor é positivo. Mesmo que venha a operação a dar resultado positivo ao final, e se possa cogitar de não haver dano patrimonial em tal hipótese, se ela der errado é razoável que o investidor se sinta lesado, pois seu dinheiro foi sujeito a risco com o qual não concordou. Mesmo na largada, no momento da decisão, já é possível detectar o conflito efetivo de interesses em que o gestor privilegia o seu em detrimento do investidor, pela circunstância de haver a previsão expressa do perfil de risco. Trata-se em última análise de apropriação de riqueza, medida pela utilidade, pelo gestor em detrimento do investidor.

Adicionalmente, a questão pode ser também verificada pelo foco na diferença entre a conduta culposa, que marca a conduta que viola a diligência, e a conduta dolosa, que marca a quebra de lealdade. Trago precedentes do Colegiado em que se decidiu que o investimento em ativos de perfil de risco contrário ao estabelecido em regulamento constitui quebra de lealdade, e nos dois primeiros também se fala especificamente na associação da falta de diligência à culpa e da deslealdade ao dolo:

81 O conjunto de provas [...] demonstra que a Gestora tinha pleno conhecimento de que o investimento [...] seria contrário aos interesses do cotista [...]. A decisão de investir foi um ato consciente e deliberado, que configura [...] infração ao dever de lealdade...

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

83. [...] Nos termos da regulamentação vigente, o ato desleal, em oposição à falta de diligência, que se associa à culpa em sentido estrito, supõe ação ou omissão dolosa do gestor ou administrador, que atua deliberadamente em detrimento dos interesses dos cotistas. É verdade que dessa conduta intencional pode resultar, em certos casos, vantagem indevida para o infrator ou terceiro, mas esse resultado é meramente accidental e eventual, vez que não integra o tipo correspondente à infração. PAS nº RJ2015/12087, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. em 24.07.2018

15. De todo o exposto, entendo como comprovado também que a LHYNOZ feriu a relação fiduciária com os cotistas ao descumprir preceito expresso do regulamento e expor o Roma FIA a riscos não assumidos pelos cotistas [...]

28. A interpenetração entre os dois deveres é clara [...] Alternativamente, pode-se dizer que a questão vai além de uma mera precedência, uma vez que as discussões de diligência e lealdade se relacionam, respectivamente, a condutas culposas e dolosas. PAS RJ2016/4271, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. 08.01.2019.

2. A conclusão da Ilustre Relatora que acompanho é que Infinity Asset e seus diretores responsáveis David Fernandez e André de Souza, e Infinity Corretora e seu diretor responsável Celso Fernandez violaram o seu dever de agir com lealdade aos interesses dos cotistas dos Fundos, em benefício de empresas do Grupo Infinity, tendo descumprido de forma permanente os limites de concentração para aplicações dos Fundos e assim infringido disposições dos respectivos regulamentos e de normas da CVM. Manifestação de voto de minha autoria no PAS 19957.009152/2018-34, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 12.12.2023.

Assim, em suma, entendo haver elementos indicativos de que a violação de determinações tão claras do regulamento, e diante do que alegaram os Acusados, sobre terem feito conscientemente a escolha, poderia constituir quebra do dever de lealdade, por ter sido uma infração deliberada à escolha dos investidores, ou seja, com o elemento de dolo – a intenção final de obter resultados positivos não impede, como argumentei pela questão das preferências e diferenças de valor percebido, que se possa caracterizar o privilégio de um interesse em detrimento do outro.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

16. Claro que não me estou pronunciando com definitividade sobre ter sido uma conduta desleal, já que não houve essa acusação, mas faço o registro porque, não tendo sido proposital a violação, o grau de negligência tem que ter sido altíssimo para não constatar essa incompatibilidade frontal. A infração de falta de diligência está caracterizada.

Fragilidades na formalização e do teor das garantias das operações

(A) CCBs Novo Guaíba

17. Os motivos pelos quais a Acusação questiona as garantias eram, em suma, (i) o fato de o imóvel usado como garantia ter sido reavaliado em curto espaço de tempo de R\$ 4,1 milhões para R\$ 1,5 milhões; (ii) a alienação fiduciária da totalidade das ações da Novo Guaíba e a cessão fiduciária de direitos de crédito da emissora dependiam do próprio desempenho da emissora; e (iii) pendência da formalização dos documentos da operação e inadimplementos contratuais, como a falta de contratação do banco depositário, de abertura de conta vinculada e de constituição da garantia de alienação fiduciária das ações da Novo Guaíba (Relatório §18).

18. Quanto à reavaliação do imóvel, entendo que os elementos dos autos não são conclusivos. Em primeiro lugar, a mudança de R\$ 4,1 milhões para R\$ 1,5 milhões só veio a ocorrer um ano depois da aquisição. Mais adiante, houve nova avaliação de R\$ 6,2 milhões. De um lado, percebe-se uma inconsistência na Acusação, que considera a primeira reavaliação como evidência da má atuação da gestora, mas rejeita a segunda reavaliação, para cima, como evidência de boa atuação. Se supusermos (abstraindo-se a baixa verossimilhança) que os valores de mercado realmente oscilaram como oscilaram os números de suas avaliações, aí realmente a segunda reavaliação não socorre a gestora, mas tampouco a primeira reavaliação socorre a acusação. Se há alguma insinuação de inverdade em avaliações, ela não foi manifestada em afirmações e muito menos em elementos de prova, pelo que as três avaliações sobre o mesmo ativo, com valores extremamente apartados entre elas, diante da ausência de demais elementos, não permitem concluir qualquer inconsistência nos laudos, de modo que a aceitação da primeira avaliação não tem por que ser considerada incompatível com a diligência.

19. A Acusação tem razão em parte sobre a pendência de formalização de documentos, que poderiam acarretar, em última análise, a ausência das garantias. Se a gestora baseia sua decisão de investimento também na existência de garantias, o que é natural para uma operação de crédito, a diligência mínima é verificar se a garantia efetivamente existe. Existir, como garantia, não é apenas a circunstância de os bens dados em garantia existirem materialmente no mundo, mas também, necessariamente, a de que eles estejam juridicamente vinculados à operação.

20. De outro lado, se a gestora tiver procedido à análise de qual formalização existe, de modo que sua decisão tenha sido informada, seu juízo profissional sobre a suficiência dessa formalização está protegido contra o questionamento posterior, pela *business judgment rule* (e desde também que a decisão não tenha interesses potencialmente conflitantes).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

21. Dessa forma, a escolha de uma estratégia em prol de outra não pode ser considerada reprovável por um julgamento retroativo, se a decisão foi refletida e desinteressada. A peça acusatória reconhece essa limitação, e fia-se no que entende ter sido uma *falta de atuação* da gestora em verificar o que havia em termos de garantia. Assim, o problema não é o que a BFL fez ou deixou de fazer diante da inadimplência, e sim o que eventualmente deixara de fazer previamente à aquisição. Tivesse verificado a regularidade das garantias, poderia até ter optado pela repactuação como fez, mas de uma posição distinta; e poderia até mesmo ter verificado e tomado uma decisão informada e refletida de aceitar as garantias como estavam.

22. O que verifico, nos autos, é que a BFL verificou parte, mas não todas as garantias. Especialmente falhou em relação à constituição da conta vinculada. A decisão de adquirir os títulos levou em conta essa garantia, de modo que entendo ter havido falta de diligência.

(B) CCBs da Agrária

23. Como consta do Relatório (§§60-62), a Acusação considera frágeis as garantias nas CCBs adquiridas pelo FI Catânia porque: (i) a emissora teria reduzida capacidade de geração de receitas e outros indicativos de dificuldades financeiras⁴; (ii) o crédito tinha por finalidade satisfazer obrigações de curto prazo para rolar dívida; e (iii) o aval não seria confiável pois os sócios estariam em frágil situação financeira. Tais circunstância seriam violadoras do art. 8º, §2º, III do Regulamento do FI Catânia (Relatório §62) que exige garantias reais correspondentes a pelo menos 100% do valor da emissão.

24. É importante não confundir a opinião subjetiva sobre “fragilidade de garantias” com o dever de que aqui se trata, que é a obrigação da gestora tinha de agir diligentemente *na avaliação* dessas garantias. Se ela tiver feito juízo refletido sobre a capacidade de geração de receitas frente ao incremento esperado destas a partir da injeção de capital, se a perspectiva de rolar dívidas de curto prazo tiver sido acompanhada pela previsão de recuperação do negócio, e se o aval dos sócios tiver sido considerado confiável, essas são decisões eminentemente negociais que devem ser resguardadas da opinião do julgador estatal (desde, é claro, que haja todos os pressupostos para tal proteção, cf. §19 acima).

25. Mas não havia apenas esse dever amplo de diligência. O regulamento do fundo não delegava a decisão de aquisição de créditos à inteira discricionariedade da gestora, submetida apenas aos deveres fiduciários de lealdade e diligência. Havia delimitações objetivas para a atuação, e uma delas era: escolham os créditos como melhor julgarem, mas desde que tenham ao menos 100% de garantias reais e determinada nota mínima de *rating*. Assim, entendo que procede a Acusação, não pelos argumentos que opinam sobre a solidez das garantias, mas pela

⁴ Segundo o relatório do agente fiduciário de 09.2015 (Relatório §85), (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 CCB's; e (iv) o registro do Instrumento de Compartilhamento nos cartórios de títulos e documentos não existia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

gritante e direta violação a disposição expressa do regulamento. Nenhuma das garantias (v. §48 do Relatório) era uma “garantia real”. Em vez de 100% em garantias reais, havia zero. É a mesma situação, *mutatis mutandis*, que a da nota de rating, como no §17 deste voto: havia um comando direto e expresso no regulamento. As garantias poderiam ser as mais valiosas, mas estariam violando o risco assumido pelos investidores do fundo, o tipo de risco que concordaram em assumir ao aportar o dinheiro. Usar o dinheiro que os investidores investiram sob a condição clara de serem usados apenas na aquisição de ativos com determinadas características para adquirir outros é, se feito conscientemente, uma atitude desleal. Sendo a Acusação apenas de falta de diligência, fica mais simples meu convencimento a partir dos fatos dos autos, pois se a violação a esse dispositivo tão claro não foi proposital, dependeu de grau elevadíssimo de descuido na comparação da operação com os limites contratados com os investidores.

Fragilidades da estrutura da BFL para compliance e gestão de risco (CCBs Novo Guaíba)

26. No PAS Austro a Acusação aduz que as fragilidades expostas na estrutura da BFL quanto aos procedimentos de compliance e gestão de risco operacional teriam, em parte, tido como consequência as irregularidades narradas, a própria estrutura como quebra do dever de diligência (§118 do TA, cf. §19 do Relatório). Em defesa, a BFL alegou não ser cabível o uso dessas falhas para caracterizar objetivamente descumprimento do dever de diligência, sendo tal condição objeto de tutela jurídica distinta e, caso efetivamente comprovada, ensejadora de consequências também diferentes (Relatório §40).

27. Concordo em parte com a Acusação na descrição dos fatos, como irei esclarecer adiante. Mas tem alguma razão a Defesa: não tanto quanto às consequências diferentes, pois a violação de regras implica a imposição de penalidades da mesma forma, e sim quanto à distinção do tratamento jurídico. Características estruturais não podem *por si sós* constituir falha no dever de diligência: a diligência é a forma pela qual os responsáveis devem agir com a estrutura que têm. Não podem ser o fato típico *da quebra do dever de diligência*. Se a estrutura atende ou não a expectativas *subjetivas* de quem as examina, sem regra legal ou infralegal que torne obrigatórios os procedimentos e controles cuja falta a inspeção chama de “fragilidades”, esse mero descompasso entre a opinião subjetiva do fiscal ou julgador sobre o que seria uma estrutura “adequada” e o que ele constata ao inspecionar uma entidade regulada não pode constituir violação ao dever de diligência. Quando há características específicas que as estruturas de governança precisam ter, elas são previstas em comandos normativos específicos, que são violados se tais características estiverem ausentes. Por outro lado, “fragilidades” da estrutura como as que a Acusação entendeu haver no caso – sem base em dispositivo legal ou normativo – podem constituir indícios de que a decisão propriamente dita tenha sido tomada sem a devida diligência. É uma diferença sutil, mas que me parece bastante relevante. Trato inicialmente da descaracterização da percepção subjetiva de “fragilidade” da estrutura organizacional como fato típico da quebra do dever de diligência.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

28. Dizer que a falta de determinadas características *causou* as irregularidades nas aquisições das CCBs, como diz a Acusação, é uma aventura arriscada no campo da confusão entre correlação e causalidade. Entendo até ser plausível inferir que em alguma medida contribuiu, e certamente não evitou. Mas questiono: se a estrutura da gestora não tivesse as tais fragilidades e ainda assim ela tivesse adquirido as CCBs, a avaliação sobre o cumprimento de dever de diligência seria a mesma? A política de risco dos fundos teria sido menos descumprida? As garantias seriam menos inconsistentes?

29. Parece-que a resposta às três últimas perguntas feitas no parágrafo acima é negativa. Assim, a pergunta seguinte é: tivessem sido as CCBs adquiridas sob uma estrutura como a considerada aceitável pela Acusação, e os acusados tivessem apresentado as mesmas justificativas para sua aquisição – basicamente dizendo que *fizeram as análises e ainda entendem os ativos compatíveis com os riscos* –, qual então poderia ser a acusação? A decisão de comprar ativos vedados pelo regulamento seria considerada bem refletida e informada, apenas porque a estrutura decisória era mais apta a possibilitar decisões refletidas e informadas?

30. Por fim, a última pergunta que faço é uma espécie de recíproca da anterior: se, com a mesma estrutura com que atuou nos autos, a BFL tivesse decidido *não* adquirir as CCBs em questão, ou se as CCBs estivessem de acordo com a política de risco dos fundos e sem problemas nas garantias, teria justa causa um processo sancionador que buscasse aplicar *punições* a uma empresa que realizou operações bem sucedidas com ativos em conformidade com o perfil do fundo e adequadamente avaliados, apenas porque a fiscalização considerou que sua estrutura de tomada de decisão não atendia a sua opinião pessoal sobre o que seria uma estrutura desejável?

31. A meu ver, a resposta para as perguntas dos dois últimos parágrafos também é negativa.

32. Ressalvo que isso não significa de modo algum refutar a importância do aprimoramento de procedimentos de controle e tomada de decisão. É claro que quanto mais robusta e bem-organizada for uma estrutura de tomada de decisão, menor probabilidade há da ocorrência de falhas, especialmente as que decorrem de interesses desalinhados e erros de boa-fé. Inclusive, são razões dessa ordem que levam a regulação a prever, em determinados casos, a adoção obrigatória de certas medidas de organização das atividades, como, no que tange a atividades como as aqui tratadas, as determinações na Instrução 558 de segregação de diretorias estatutárias, isolando a diretoria de administração de recursos de terceiros de outras atividades (art. 4º, §2º), bem como as diretorias de gestão de risco e de compliance de atividades que comprometam sua independência, como intermediação, distribuição ou consultoria (art. 4º, §3º).

33. Tais regras são voltadas a melhorar o processo decisório, e nesse aspecto aproximam-se da diligência, mas sua observância não me parece poder substituir o dever amplo de tomar as decisões *negociais* de maneira informada e refletida, nem se confundir com ele, qualquer que seja a estrutura em que elas são tomadas. Daí, convivem duas categorias de normas, de um lado



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

os deveres amplos para verificação caso a caso nos negócios realizados, e de outro a exigência, na lei e regulamentação, da adoção de determinados elementos organizacionais.

34. A convivência entre essas duas categorias de normas é necessária porque analisar a diligência de uma decisão apenas pela estrutura em que ela é tomada me parece, em última análise, ignorar a própria conduta de quem decide pela entidade ao tomar a decisão crucial sobre a realização de um negócio: se a estrutura for robusta o suficiente, qualquer decisão seria diligente; se a estrutura for excessivamente simples, nenhuma decisão seria diligente. Esse cenário seria obviamente indesejável.

35. Por um lado, a atuação de boa-fé é sensivelmente passível de melhora com a adoção de fatores como especialização de funções, revisões e outras formas diversas de organização interna. Por outro, assim como o almoço, não há governança grátis. Os “agency costs” incluem tanto as perdas por tomadas de decisão falhas, quanto os custos para evitar essas perdas. Cada grau ou componente adicional de tomada de decisão tem um custo e um ganho esperado e só é possível fazer a verificação de quanto se economiza de perdas vis-à-vis o quanto custa para evitá-las, na margem, diante das características individuais de cada entidade e dos tipos de negócio com que ela atua.

36. Nota-se, assim, nas decisões que cabem àqueles que estruturam os procedimentos e controles internos, as mesmas características que justificam, nas decisões sobre a realização de negócios, a proteção contra o questionamento posterior por parte de julgadores com base em deveres amplos sem descumprimento de comandos expressos, que compõe a doutrina da *business judgment rule*. Nesse sentido, remeto à doutrina de Julia Franco e Frederico Calmon⁵:

Aqui, cabe uma reflexão: estaria o regulador apto a avaliar a adequação de determinado sistema de controles internos com as necessidades concretas das companhias? Nos parece que não, pois a análise em questão depende de avaliação complexa, negocial, que depende de profundo conhecimento do funcionamento interno das organizações, atividade própria dos administradores, e não do regulador ou do judiciário.

(...) [O] dever de monitorar também engloba universo mais amplo de condutas, de ordem organizacional, no qual se insere a estruturação de controles internos e que deveriam estar protegidos pela *business judgment rule*, na medida em que envolvem a análise dos riscos, benefícios e retornos envolvidos nas opções à sua disposição, análise que, repita-se, é própria dos administradores.

A própria doutrina norte-americana – fonte do standard de proteção das decisões negociais importado ao Brasil – reconhece a existência destas situações em que a *business judgment rule* deve ser aplicada para proteção das decisões de estruturação de controles internos, conforme ensinamentos de EISENBERG:

“However, if the board makes business judgments concerning decision-making processes, these judgments may be protected by the business-judgment rule if they satisfy the conditions of that rule. This possibility is most likely to be salient when the board makes decisions concerning what monitoring programs it will employ, and how those programs should function.

⁵ FRANCO, Julia Damazio; CALMON, Frederico – *Controles Internos, Dever de Diligência, e a Regra da Decisão Negocial (Business Judgment Rule)*. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel (coord.). *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos. Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano Vol. I*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Isso porque as decisões tomadas por administradores de companhias ou de instituições que desempenhem atividade regulada no mercado de capitais com relação à forma de estruturação de controles internos são longe de triviais. Não há requisito objetivo ou resposta ótima a ser alcançada pelo administrador, visto que a escolha por uma ou outra opção de fiscalização e controle dos subordinados ou do funcionamento de determinada empresa é uma decisão imbuída de uma necessária análise de riscos e exercício da capacidade criativa dos administradores para que o monitoramento seja eficaz e, ao mesmo tempo, não engesse de sobremaneira a estrutura da organização.

37. Feitas tais considerações, volto à sutíliza a que me referi no §26 acima: ao avaliar um caso como o destes autos, entendo pertinente levar em conta a estrutura organizacional da entidade como um elemento de convencimento, indiciário, para a verificação da observância do dever de diligência na decisão de praticar determinado negócio. São indícios, porque são fatos cuja ocorrência é indicativa (mas não determinante) da ocorrência do fato típico.

38. Ademais, elas não podem ser o fato típico porque, além das questões que já mencionei acima, a autorização para funcionar é dada pela própria CVM. Seria atentatório contra a boa-fé objetiva da Administração Pública, um claro exemplo *venire contra factum proprium* administrativo, permitir o funcionamento de uma entidade com uma dada estrutura e punir os particulares pela adoção dessa mesma estrutura em instante seguinte, como atuação não diligente. Isto não se confunde com a edição de *normas* claras que imponham, durante o funcionamento da entidade, a adoção de certas medidas. No caso dos autos, a BFL teve seu registro para funcionamento concedido em abril de 2012 (§25 de sua defesa) e em 2015 a Instrução 558 passou a exigir novos procedimentos e controles, com prazo para adaptação de mais de um ano, cujo descumprimento levaria inclusive ao cancelamento do registro. Mas, na Acusação, o máximo que há de objetividade quanto a medidas específicas são *recomendações* do Ofício-Circular SIN nº 6 de 2014. Recomendações podem ser uma medida regulatória válida, mas evidentemente um ofício circular não tem poder normativo, algo que apesar de óbvio já chegou a ser objeto de manifestações do Colegiado⁶.

39. Assim, entendo plausível chamar de fragilidades as características apontadas pela Acusação na estrutura da BFL, e razoável tratá-las como um dos elementos que parecem ter contribuído para a ocorrência da decisão de adquirir as CCBs, caso se considere, como considerou a Acusação, ter decorrido apenas do descuido na verificação das características das

⁶ 100. Embora os Ofícios Circulares não imponham obrigação específica aos regulados, nem sejam fonte para imputações, a sua emissão periódica pelas superintendências finalísticas da CVM reveste-se de relevante caráter orientador para seus destinatários, consolidando de forma transparente e previsível a interpretação que as áreas técnicas da Autarquia conferem à legislação e regulamentação aplicáveis. 19957.004416/2016-00 30/05/2023 Relator: Diretor Alexandre Rangel.

O Ofício-Circular, elaborado pela Superintendência da CVM, não é meio hábil à imposição de obrigação ao [particular], prestando-se, tão só, a orientar este último quanto ao correto cumprimento da legislação vigente”. Diretor Relator Pablo Renteria no julgamento do PAS CVM nº 2013/3110, j. 14.02.2017

(...) a referência ao fício/Circular/CVM/SEP/Nº0001/2008 pela acusação é meramente ilustrativa uma vez que tal documento não é fonte para as imputações, não inovando em relação ao disposto nos normativos editados pelo Colegiado da CVM. Aliás, a Deliberação CVM nº 1/78 aponta os seguintes atos normativos através dos quais a CVM regulamentará as matérias de sua competência: Instrução, Deliberação, Parecer de Orientação, Parecer, Nota Explicativa, Portaria e Ato Declaratório. voto do Diretor Relator Eli Loria no PAS CVM nº RJ2009/2172, j. 18.05.2010



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

CCBs e sua comparação com a política de risco dos regulamentos. No fim das contas, tais características são consideradas para a condenação, mas a meu ver só podem ser tratadas como evidência de que as decisões de aquisição de CCBs não foram diligentes, e não como a própria quebra do dever de diligência. É fácil chamar a estrutura de “frágil” quando se está diante de decisões mal tomadas. Até porque a aprovação de tal estrutura para operar, como já disse, foi da própria CVM, e se em tal estrutura tivessem atuado diligentemente os integrantes da gestora na aquisição de títulos, tendo adquirido apenas ativos de boa qualidade e em conformidade com a política de investimento dos fundos, não poderiam ter sido acusados de falta de diligência por terem utilizado uma estrutura mais enxuta.

40. Por fim, concordo com boa parte das colocações da Diretora Marina Copola em seu voto neste processo. Como em termos práticos me parece ser bastante sutil a divergência, penso ser conveniente declarar pontos adicionais com que concordo. Em nada discordo do que dizem os §§2 a 6, nem os §§ 8 a 10. Vou ater-me apenas a pontos onde a mim pareceu haver divergências.

41. Concordo que é papel da CVM *“avaliar se as medidas adotadas e se as estruturas existentes se mostraram congruentes com as atribuições do sujeito investido do dever de diligência e do resultado que, ao menos teoricamente, se buscou alcançar”* (§7, trecho onde afirma divergir deste voto). Apenas considero que isto deve ser feito em conformidade com regras claras e não com base na opinião de inspetores ou julgadores sobre qual seria essa congruência, diante de operações já realizadas, nem com base em recomendações de um ofício circular sem qualquer forma normativa, por razões de segurança jurídica e devido processo. Nesse sentido, ressalto que a estrutura da gestora foi efetivamente avaliada em meu julgamento, como *indício* de que a tomada de decisão *na aquisição dos ativos* foi marcada por falta de diligência. Apenas não tratei como obrigatórios e passíveis de punição os controles e procedimentos que as disposições legais e regulamentares não exigem.

42. Em relação ao §11, concordo que tenha havido *“falhas de natureza bastante objetiva”* na aquisição das CCBs, como exposto mais acima quando questionei até mesmo se descumprimentos tão frontais a disposições do regulamento dos fundos não deveriam configurar quebra até do dever de lealdade. Discordo que as fragilidades nos procedimentos de controle possam ser consideradas objetivas, por falta de previsão normativa. No §13, concordo que os Acusados não demonstraram terem atuado amparados por procedimentos adequados, embora por uma questão de subjetividade na avaliação das evidências me parece ter sido mais relevante para a conclusão a gritante incompatibilidade dos ativos com os regulamentos dos fundos. No §17 do voto da Diretora, concordo com a conclusão de que os controles eram ineficazes por não terem impedido as aquisições. Concordo até com a afirmação de que isto seria uma *“evidência”* e que seria *“suficiente para caracterizar a falta de diligência”*. Mas entendo que é apenas isso: uma evidência. Não diria que é *“mais que suficiente”* pelo que afirmei nos §§29-31 deste voto, ou seja, é preciso a meu ver que a estrutura tenha levado *a negócios* realizados sem diligência.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

43. Parece-me que a divergência é mais perceptível no §19 do voto da Diretora: se o “quadro encontrado pela SIN” compreende todas as falhas, incluindo as que marcaram as aquisições de títulos em violação dos regulamentos, concordo com a afirmação de que a repetição dessas mesmas falhas em outra operação provam que a estrutura de compliance e risco operacional era insuficiente para evitar falhas, exatamente com a ressalva que fiz ao §17 de seu voto. A insuficiência “*implicaria*” a violação à diligência, a meu ver, por não impedir sua ocorrência, mas não por serem os controles, em si mesmos, caracterizadores da falta de diligência.

44. Passando ao §20 de seu voto, algumas das 22 práticas não adotadas pela gestora, das 26 que a acusação diz “aplicáveis”, podem até servir de indício de que a decisão *das aquisições de CCBs* foram carentes de diligência, mas não poderiam constituir violação pelo que já afirmei sobre o caráter não normativo de ofícios circulares (§38 deste voto).

45. Por fim, discordo de duas afirmações pontuais da Diretora no §23. No (iii), quando diz que a SIN “*dispõe da expertise necessária para fazer uma avaliação sobre a adequação de tais estruturas*”, é o único ponto em que parece haver uma divergência frontal. Não acredito que a expertise seja suficiente. O que se pode fazer é uma associação muito questionável, com inúmeros vieses, seja de seleção, seja de confirmação, seja de confusão entre correlação e causalidade, entre determinadas estruturas e falhas. E menos ainda creio que tenha competência no sentido jurídico para avaliar, sem regras (como os comandos da Instrução 558 sobre procedimentos e controles internos) e casuisticamente, se as estruturas estão adequadas ou devem ser modificadas. A experiência do Estado como gestor de empresas deveria ser suficiente para mostrar o quão infeliz é essa ideia, e a meu ver a falta de previsão na Lei 6.385 também reforça essa falta de competência, que não é desta ou daquela superintendência mas da própria Autarquia. E quanto ao (iv), concordo com a Diretora que a estrutura da gestora não seguia as características “*tidas como melhores práticas*”. Apenas reitero, como já afirmei repetidas vezes, que tais práticas era tidas como melhores por quem não editou nem tinha competência para editar regras expressas que exigissem sua adoção.

46. Em todo o mais, como afirmei, concordo com as bem fundamentadas colocações da Diretora.

Transações entre partes relacionadas (CCBs Novo Guaíba)

47. Um pequeno esclarecimento é necessário em relação ao argumento de que como as aquisições das CCBs da Nova Guaíba pelos fundos Austro eram operações com partes relacionadas, isto seria um elemento caracterizador ou indiciário da falta de diligência. Não é isso. Tal circunstância, em si mesma, nada tem de errado. Se houvesse uma vedação expressa no regulamento do fundo contra operações com partes relacionadas, ou uma exigência mais estrita de governança para que a gestora tomasse tal decisão, aí certamente a realização da transação em desrespeito a tais comandos seria no mínimo demonstração de falta de diligência



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

– exatamente como foi a aquisição das CCBs da Agrária em nota objetivamente mais baixa e com garantias objetivamente menores que as disposições do regulamento do FI Catânia.

48. Mas o que se verificava era o oposto. O regulamento dos fundos Austro permitia expressamente essa possibilidade. Eis o que se extrai do inciso IV, do art. 8º do Regulamento do Fundo do FI Austro Profit, bem como do §1 do art. 17 do FI Austro IPCA, há previsão expressa no sentido de que essas transações podem ocorrer.

IV - O Fundo poderá realizar operações tendo como contraparte, direta ou indireta, a própria Administradora, Gestora, empresas a elas ligadas, carteiras, clubes de investimento e/ou fundos de investimento por estas administrados;

Parágrafo 1º - O FUNDO pode realizar operações na contraparte da tesouraria do ADMINISTRADOR, GESTORA ou de empresas a elas ligadas.

49. A circunstância de as aquisições terem sido com partes relacionadas não é um indício, mas é um *início* de uma verificação do cumprimento dos deveres, especialmente o de lealdade. É prudente que se examine qualquer transação desse tipo com rigor maior, pela possibilidade de favorecimentos indevidos. Em todo caso, se o entendimento da acusação fosse o de que a BFL adotou uma postura de menor diligência porque se tratava de parte relacionada, deveria ter acusado de ter favorecido a emissora, numa acusação mais grave de quebra do dever de lealdade.

Atuação de José Gadenz

50. A conduta de Gadenz está individualizada nos termos de acusação, quando remetem às respostas a ofícios em que o próprio acusado em reconhece como suas as decisões sobre a aquisição das CCBs. Na resposta ao ofício referido no PAS Austro, Gadenz defende suas decisões teriam sido tomadas de maneira “informada, refletida e desinteressada” (§§125-128 do TA); naquela referida no PAS Catânia (§§34-44 do TA), Gadenz sustenta ter procedido à análise do ativo e verificado a “condição de baixo risco de crédito”.

51. As peças de Defesa mantêm a mesma postura e o acusado não nega ter tido envolvimento. Pelo contrário – no PAS Austro chega a falar que “a atuação do Sr. Gadenz na aquisição das CCBs Novo Guaíba sempre foi pautada em boa-fé e observância de motivação econômica”, e no PAS Catânia afirma que o acusado não tinha “qualquer interesse próprio conflitante na decisão de adquirir ou não as CCBs Agrária”, não tendo obtido “qualquer benefício pessoal ou para partes relacionadas com a compra de tal ativo”.

52. Assim, voto pela condenação de José Gadenz, na medida em que os fatos atribuídos à pessoa jurídica corresponderam a condutas de sua autoria.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

IV. CONCLUSÃO

53. A BFL incorreu na infração do dever de diligência ao fazer os fundos que geria adquirirem ativos com grau de risco superior ao permitido pelos respectivos regulamentos.

54. Na conduta relativa ao FI Catânia, a quebra do dever de diligência foi mais grave, pela infração também ter consistido em aceitar garantias aquém do previsto no regulamento.

55. Sendo assim, no PAS BFL-Austro, voto pela condenação da BFL por infração aos arts. 65, XIII, 65-A, I, da ICVM 409/04, com pena-base de R\$ 240 mil. Aplica-se a atenuante de bons antecedentes, de 15%, pelo que o valor final da pena é de R\$ 204.000,00. A José Gadenz, pena de R\$ 102.000,00 correspondente a metade da aplicada à pessoa jurídica.

56. Já no PAS BFL-Catânia, voto pela condenação da BFL por infração aos arts. 65, XIII, 65-A, I, da ICVM 409/04 e ao art. 92, I, da ICVM nº 555/14, com pena-base de R\$300 mil. Como os fatos são posteriores ao PAS Austro, não se aplicam os bons antecedentes. A José Gadenz, pena de R\$ 150.000,00 correspondente a metade da aplicada à pessoa jurídica.

Rio de Janeiro, 09 de julho de 2024

João Accioly

Diretor