



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

### PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES CVM

Nº 19957.002220/2021-30 E Nº 19957.004588/2020-51

Reg. Col. 2301/21 e 2674/22

**Acusados:** BFL Administração de Recursos Ltda e José Antônio Gadenz

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

**Relator:** Diretor João Accioly

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. De início, adianto que concordo com o Diretor Relator quanto à condenação dos Acusados, conforme o dispositivo de seu voto. No entanto, apresento esta manifestação apenas para registrar minha discordância, respeitosamente, quanto a um ponto de sua fundamentação.
2. No entendimento do Diretor Relator, as fragilidades da estrutura da BFL para *compliance* e gestão de risco — no contexto da aquisição de CCBs da Novo Guaíba S.A. pelo FI Austro IPCA e pelo FI Austro Profit — não bastariam, por si sós, para configurar violação ao dever de diligência pelos Acusados. Uma vez que foi dedicada parte considerável de seu voto à análise do tema (§§ 26 a 39), entendo necessário expor brevemente as razões de minha divergência.
3. Em primeiro, deve-se atentar aos termos da regulamentação da CVM, concernente à responsabilidade dos gestores e administradores de fundos de investimento, com inspiração nas normas referentes à responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. Sobre esse particular, o art. 153 da Lei nº 6.404/76 (a Lei das S.A.) dispõe que “*O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios*”<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> No mesmo sentido, prevê o art. 65-A, inciso I, da ICVM nº 409/04, objeto deste PAS:

“Art. 65-A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

*I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão; [...]*



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

4. Com efeito, a clássica figura do “homem ativo e probo” configura um conceito aberto, cuja definição está, portanto, sujeita a certo grau de subjetividade do intérprete, a depender do caso concreto. Não obstante, em relação aos gestores de fundos de investimento — prestadores de serviços essenciais, dotados de uma série funções e obrigações específicas, que somente podem ser exercidas com autorização da CVM<sup>2</sup> —, é seguro afirmar que não se trata do homem médio; pelo contrário, os *standards* de diligência impostos por lei aos gestores devem ser rigorosos, pois esse importante serviço deve ser prestado por profissionais qualificados. É o que ensina Nicholas Furlan Di Biase:

Com efeito, o dever de diligência é usualmente descrito como um padrão de conduta (um *standard*) a ser observado e perseguido pelo agente a ele submetido, servindo como referência para avaliação de sua gestão. Há, portanto, certos padrões de comportamento que devem ser observados para que se considere que determinada pessoa agiu com diligência.

Assim como a Lei nº 6.404/1976 fez em relação aos administradores de companhias, a regulamentação da CVM elegeu, como *standard* do dever de diligência dos prestadores de serviços essenciais dos fundos de investimento, aquela que “todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios”.

Trata-se, sem dúvidas, de conceito aberto que dá ensejo a inúmeros debates. Afinal, quem seria o “homem ativo e probo”? Como ele costuma administrar seus próprios negócios? [...]

Em primeiro lugar, **no caso dos fundos de investimento, o padrão de diligência a ser observado deve ser o de um profissional. Não pode o “homem probo” a que se refere a norma ser alguém despreparado ou amador.**

**Isso porque a atividade de administração de carteira de valores mobiliários, nos termos da própria regulamentação da CVM, é profissional. Seu exercício depende de credenciamento perante a autarquia, o qual requer o atendimento a requisitos de qualificação. Logo, a diligência esperada do administrador e do gestor dos fundos de investimento deve ter como parâmetro a atuação de um profissional capacitado.**<sup>3</sup>

5. Diante do grau de relevância — leia-se, essencialidade — do gestor para o funcionamento dos fundos, e da conseqüente severidade com que deve ser encarado seu dever de diligência, é forçoso concluir que nesse dever está inserida o desenvolvimento e manutenção, pelo gestor, de uma estrutura que viabilize o efetivo exercício de suas atribuições.

---

<sup>2</sup> O art. 3º, XXVII, da Resolução CVM nº 175/22, atualmente em vigor, define o gestor do fundo como “*pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para o exercício de administração de carteiras de valores mobiliários, na categoria “gestor de recursos”, cuja atribuição é realizar a gestão da carteira de ativos*”.

Sobre o tema, Carlos Martins Neto escreve: “A gestão da carteira do fundo, por sua vez, é a gestão profissional dos ativos financeiros integrantes da carteira do fundo, desempenhada por pessoa credenciada como administradora de carteira de valores mobiliários na categoria “gestor de recursos” perante a CVM, que terá poderes para negociar e contratar, em nome do fundo, os ativos e os intermediários para realizar operações em nome do fundo, bem como exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo” (MARTINS NETO, Carlos. *A responsabilidade do cotista de fundo de investimento em participações*. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2017, p. 55).

<sup>3</sup> DI BIASE, Nicholas Furlan. *A Responsabilidade Civil do Administrador e do Gestor por Danos ao Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 116-117. Grifou-se.



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

6. Ocorre que, neste PAS, a leitura do Relatório e do voto proferidos pelo Diretor Relator evidencia que a estrutura da BFL não atendia a esse fim.
7. Nesse sentido — como destacou a Diretora Marina Copola em sua manifestação de voto, à qual me reporto —, o Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-2/nº 6/2017, ao analisar se os procedimentos da BFL atendiam, ou não, as melhores práticas descritas no Ofício-Circular/CVM/SIN nº 6/2014 para aquisição e monitoramento dos ativos de crédito privado, observou que, de um total de 26 práticas aplicáveis, 22 não eram adotadas pela BFL.
8. Conforme o mencionado relatório de inspeção, tal circunstância evidenciou “*o total descaso da Austro Administração para com as melhores práticas no que se referiu à análise prévia à aquisição das CCBs Agrária e ao seu monitoramento, nem como à avaliação das garantias da operação*” e, ainda, que “[*a*] *inspecionada não apresentou qualquer documentação que evidenciasse a realização de uma análise adequada de crédito e um efetivo monitoramento dos ativos*”.
9. Penso, ainda, que deve ser considerada a própria organização interna da BFL, na qual, como afirmado no Relatório, “*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*”<sup>4</sup>. Como se vê, trata-se de um arranjo social enxuto, na qual José Gadenz funcionava não apenas como *gatekeeper*, como também praticou diretamente cada um dos atos objeto deste PAS, considerados ilícitos pela Acusação.
10. A título de analogia, vale considerar o exemplo de uma companhia aérea, cujas aeronaves em operação sejam carentes de manutenção e eivadas de vícios estruturais graves. Nessa hipótese, deve-se esperar a ocorrência de inevitáveis acidentes? Ou incumbe às autoridades competentes responsabilizar os administradores de dita companhia, de forma preventiva, antes que o desastre aconteça?
11. A mesma lógica aplica-se, *mutatis mutandis*, ao presente PAS. Em meu sentir, as falhas estruturais da BFL verificadas pela Acusação não podem ser consideradas mero indício de uma conduta ilícita em tese. Ao contrário, essas falhas constituem-se como elemento da própria infração apurada, na medida em que tornavam inviável que os Acusados exercessem diligentemente a gestão dos fundos.

\* \* \*

---

<sup>4</sup> § 27 do Relatório.



## **COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

12. Pelo exposto, acompanho o Diretor Relator em relação à parte dispositiva de seu voto e a condenação dos Acusados, com as ressalvas feitas acima quanto à sua fundamentação.

13. Por fim, reporto-me à manifestação de voto apresentada pela Diretora Marina Copola, a qual acompanho em sua integralidade.

Rio de Janeiro, 9 de julho de 2024.

**Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo**

Diretor