



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES CVM

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

Reg. Col. 2301/21 e 2674/22

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

Assunto: Apurar a suposta falta do dever de diligência da gestora e de seu diretor responsável

Relator: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Faço essa manifestação apartada apenas para chamar a atenção para um aspecto que vem sendo já há muito tempo ressaltado pela CVM: a correlação entre uma atuação diligente e a existência de procedimentos e controles internos voltados a assegurar que determinadas atividades sejam realizadas de maneira adequada.

O caráter procedimental do dever de diligência

2. Assim como o art. 153 da Lei nº 6.404/1976, a regulamentação da CVM não define o que constitui a atuação diligente. O art. 65-A da Instrução CVM nº 409/04 dispunha que:

“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

www.cvm.gov.br

3. O art. 92 da Instrução CVM nº 555/2014, por sua vez, repetia o enunciado da Instrução CVM nº 409/2004, que, mais recentemente, foi substancialmente refletido no art. 106 da Resolução CVM nº 175/2022.

4. Da leitura dos dispositivos aplicáveis observa-se que a regulamentação da CVM não especifica um conjunto de atos; em seu lugar, as normas tratam de um padrão de conduta diligente, baseado em conceitos propositalmente abertos, apto a evoluir com o desenvolvimento do mercado e se aplicar às mais diversas circunstâncias.

5. Na análise de processos administrativos sancionadores, a CVM tem consistentemente buscado conferir mais concretude às expectativas que recaem sobre os indivíduos e entidades que se encontram sob o seu poder de polícia. A partir dessas interpretações, alguns entendimentos sobre o dever de diligência se mostram hoje bastante consolidados. Tais conclusões podem ser apresentadas de diferentes maneiras, mas, por questões didáticas, para fins destes processos, vou articulá-las na forma de três postulados principais.

6. O **primeiro** é que o emprego da diligência não equivale a garantir que o resultado será correto, profícuo, ou “bom” – o que importa é o esforço empregado com o intuito de atingir um desfecho que seja adequado. É por isso que se diz que o dever de diligência encerra uma “obrigação de meio”¹, e não de resultado.

7. Naturalmente, isto nos leva a indagar que tipo de esforço pode ser considerado suficiente a cada caso. Quanto a isso, vale esclarecer que não é papel da CVM substituir-se ao julgamento daqueles sobre os quais tais obrigações recaem. **Contudo a autarquia pode – e deve – avaliar se as medidas adotadas e se as estruturas existentes se mostraram congruentes com as atribuições do sujeito investido do dever de diligência, com os serviços a serem prestados e com o resultado que, ao menos teoricamente, se buscou alcançar.** Discordo, assim, neste ponto, do Diretor Relator. E isto nos leva ao segundo e ao terceiro postulados.

¹ Cf., nesse sentido: “[O] dever de diligência constitui uma obrigação de meio, e não uma obrigação de resultado. O conteúdo da prestação nas obrigações de meio consiste justamente no comportamento diligente do devedor em benefício do credor, não sendo necessário que o resultado seja alcançado” (Nelson Eizirik et. al., Mercado de Capitais: Regime Jurídico, São Paulo: Quartier Latin, 2019, 4ª ed., p. 559). Cf., no mesmo sentido: PAS CVM nº 19957.009118/2019-41, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 24/05/2022.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

8. No caso do **segundo**, vale dizer que, em se tratando de indivíduos, pressupõe-se como homem ativo e probo – expressão utilizada tanto pela Instrução CVM nº 409/2004 quanto pela Instrução CVM nº 555/2014 – alguém que tenha condições de exercer profissionalmente uma função **no âmbito do mercado de capitais**. Em outras palavras: esta é uma diligência qualificada² pelo contexto no qual ela se insere, e deve ser aquilatada nestes exatos termos.

9. Por consequência, a diligência de que aqui se trata frequentemente se manifesta a partir do exame da atuação do indivíduo como integrante de uma organização. **Nesses termos, a depender das atribuições deste, a aferição da cautela exigida pode, sim, demandar a análise de aspectos mais estruturais, como o papel do sujeito sobre o qual recai o dever de diligência na criação ou na manutenção de procedimentos e de um ambiente de controles coerente com o bom desempenho daquelas atribuições.**

10. Em **terceiro** lugar, como no exame das situações reais interessam mais os esforços empreendidos que os resultados, e como as responsabilidades são julgadas a partir de atos concretos, é inevitável que o foco das discussões envolvendo o dever de diligência seja direcionado para os procedimentos adotados. Com efeito, **em termos processuais, a prova da diligência se faz a partir da demonstração de tais procedimentos**. É assim que vem decidindo o Colegiado desta autarquia, seja para administradores de companhias abertas, seja para prestadores de serviço de fundos de investimento³ ou outros participantes sujeitos ao dever de diligência:

“46. Conforme já afirmado neste voto, o dever de diligência tem natureza fortemente procedimental, de modo que a verificação de sua observância se diferencia da de outros deveres fiduciários em ao menos dois aspectos importantes: primeiro, pela importância que atribui a aspectos não ligados ao mérito das condutas dos administradores; e segundo, por se basear fortemente em

² A esse respeito, Aline de Menezes Santos fez a seguinte ponderação a respeito do padrão de conduta esperado dos coordenadores de ofertas públicas: “Em qualquer caso, o padrão de exame da conduta do *underwriter* não é o do *bonus pater familiae* romano – ou do comportamento que o homem médio ou comum utilizaria na condução de seus próprios negócios –, mas sim, a diligência profissional (*lex artis*), ou seja, o da diligência esperada do bom profissional na atividade por ele desenvolvida (Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: Marcelo Vieira von Adamek. (org.), Temas de direito societário e empresarial contemporâneos, 1ª ed., São Paulo: Malheiros, 2011, v. 1, p. 238). **Este raciocínio é igualmente aplicável aos demais agentes sujeitos ao dever de diligência no âmbito do mercado de capitais.**

³ PAS CVM nº 19957.010904/2018-18, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 21/07/2020.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

elementos formais. Por este motivo, parece-me evidente que devemos exigir das companhias e seus administradores processos bem estabelecidos.

47. Neste sentido, é importante que sejam mantidos registros adequados dos processos internos, cuja consulta deve permitir a evidenciação da conduta diligente de forma simples, quando necessário. Assim, dada a natureza eminentemente procedimental do dever de diligência (ainda que no âmbito fiscalizatório), é natural que a demonstração da aderência a tal dever muitas vezes implique em recurso a documentos que evidenciarão registros de políticas internas, atas de reuniões, manuais de procedimentos.”

11. Semelhante caráter procedimental e seu respectivo meio de prova são, portanto, a esta altura, questões pacíficas para esta autarquia. Ocorre que, diante de falhas de natureza bastante objetiva, as defesas não lograram afastar os achados da área técnica nesse sentido.

Falhas reiteradas e controles insuficientes evidenciam a falta de diligência em ambos os processos

12. Como descrito no relatório, BFL e José Gadenz são acusados nos PAS CVM nº 19957.002220/2021-30 e nº 19957.004588/2020-51 (“PAS BFL-Austro” e “PAS BFL-Catânia”, respectivamente) de terem deixado de observar o dever de diligência que sobre eles recaía em razão de aquisições de determinadas CCBs por fundos de investimento geridos pela BFL, feitas em descumprimento às respectivas políticas de investimentos daqueles fundos.

13. Nos dois processos, há elementos suficientes para fundamentar a conclusão de que os Acusados não atuaram de maneira diligente, sobretudo porque nem a gestora nem seu diretor responsável foram capazes de demonstrar que agiram amparados por procedimentos que denotassem alguns cuidados mínimos.

14. No caso do PAS BFL-Austro, a SIN destaca que o Relatório de Rating elaborado pela Austin Rating⁴, datado de 15/9/2014, para a CCB 001/2014, primeira da emissão da Novo Guaíba e inicialmente adquirida pelo FI Austro IPCA, apontava que o risco de crédito do título

⁴ Doc. nº 1236549.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

era “relevante” (§53 do Termo de Acusação do PAS BFL-Austro). Esse perfil de risco era incompatível com a política de investimento do FI Austro IPCA (§55 do Termo de Acusação).

15. A mesma incompatibilidade se observou quando, em agosto de 2015, a CCB 001/2014 e a CCB 002/2015 da Novo Guaíba foram adquiridas por outro fundo gerido pela BFL, o FI Austro Profit (§60 do Termo de Acusação do PAS BFL-Austro).

16. A BFL apresentou, já em sede de apuração dos fatos pela área técnica, alguns documentos que teriam supostamente embasado as aquisições desses títulos pelos fundos, ainda que em evidente contrariedade às respectivas políticas de investimento expressas nos regulamentos. Entretanto, em nenhum momento a gestora foi capaz de demonstrar a lógica seguida para tais aquisições e para a manutenção dos títulos na carteira dos fundos, tendo em vista os vícios encontrados no suporte documental juntado aos autos⁵.

17. Tendo falhado duas vezes com respeito aos mesmos ativos no âmbito de duas aquisições para dois fundos diferentes, e depois mantido em carteira tais ativos em desconformidade e dotados de vícios em sua formalização, a despeito da existência de um

⁵ O Diretor Relator explora esses pontos no seu voto. Eu chamo também atenção para os §§61 e 118 do Termo de Acusação do PAS BFL-Austro, que resumem os problemas encontrados da seguinte forma:

“61. Como visto, o Relatório de Rating não atribuiu à emissão da Novo Guaíba a classificação de baixo risco de crédito. Além disso, o Relatório de Análise Inicial de Ativos (1236569) é datado de agosto de 2015, quando as CCBs já estavam na carteira do FI Austro IPCA. Mais evidente ainda para comprovar que tal documento não se prestava para atribuir baixo risco de crédito para as CCBs nem evidencia diligência alguma da gestora é que ele se utilizou de informações do Relatório de Análise de Crédito (1236570) que, por sua vez, se baseava em grande parte no próprio Relatório da Austin Rating (1236549), que já alertava sobre o relevante risco de crédito da operação.”; e

“118. Tudo isso posto, com base nos elementos já indicados no presente termo de acusação e sumarizados abaixo, fica comprovado que a BFL não foi diligente quando da aquisição das CCBs de emissão da Novo Guaíba para as carteiras do FI Austro IPCA e do FI Austro Profit, dos quais era gestora, à época dos fatos:

i) a atuação, na qualidade de sócio, de Otávio Martins da Cunha, tanto da emissora Novo Guaíba bem como da gestora BFL, à época que as CCBs foram adquiridas para a carteira dos Fundos;

ii) os Regulamentos do FI Austro IPCA (1236537) e do FI Austro Profit (1236542), vigentes à época dos fatos, estabeleciam que os ativos de crédito privado que integrassem suas carteiras deveriam ser considerados como de “baixo risco de crédito”, o que não é o caso nem da CCB nº 001/2014, nem da CCB nº 002/2015, conforme avaliações da Austin Rating de setembro de 2014 (1236549) e de agosto de 2015 (1236552);

iii) o Relatório de Análise Inicial de Ativos (1236550) foi emitido em agosto de 2015, muito depois da aquisição da primeira CCB da Novo Guaíba pelo FI Austro IPCA, ocorrida em setembro de 2014;

iv) as garantias oferecidas apresentavam diversos problemas de formalização desde a aquisição da primeira CCB da Novo Guaíba pelo FI Austro IPCA, ainda em setembro de 2014. Tais fragilidades permaneceram até o início da atuação do agente fiduciário no ano de 2015 e só foram completamente corrigidas em abril de 2016; e

v) fragilidades apontadas durante a inspeção conduzida pela SFI junto à BFL na própria estrutura organizacional da gestora, especialmente no que se refere a compliance de gestão de risco operacional.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

suposto “acompanhamento” periódico dos fundos pela gestora⁶, só é possível concluir que, na melhor das hipóteses, os controles da BFL eram frágeis, ineficazes e inadequados para os fins a que se destinavam – evidência mais do que suficiente para caracterizar a falta de diligência.

18. Descuidos parecidos foram observados no PAS BFL-Catânia, incluindo a aquisição de CCBs fora da política de investimento do fundo⁷, além da existência de documentos de análise supostamente voltados a embasar a aquisição dos títulos, datados de momento posterior à referida aquisição ou sem data (e que, ao que tudo indica, também foram elaborados posteriormente), além de erros na formalização das garantias.

19. A propósito, volto, aqui, ao meu ponto de aparente discordância com o Diretor Relator: se o quadro encontrado pela SIN no processo BFL-Austro já é suficiente para caracterizar a falta de diligência do gestor, a repetição das mesmas falhas, em outra operação, é prova contundente que a estrutura da BFL, em especial aquela referente às atividades de *compliance* e de gestão de risco operacional, era insuficiente para que suas atribuições fossem exercidas de maneira adequada. Tal fato (isto é, a deficiência estrutural) constitui violação direta do dever de diligência imposto à gestora e ao seu diretor responsável, que deveria zelar para que o ambiente de controles da instituição fosse apropriado para os serviços prestados.

20. O cenário encontrado pela área técnica, com efeito, não refletia uma perspectiva diligente. De acordo com o Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-2/nº 6/2017, ao cotejar os procedimentos da BFL com as melhores práticas descritas no Ofício-Circular/CVM/SIN/nº 6/2014 para aquisição e monitoramento de ativos de crédito privado, a área técnica se deparou com⁸

“vinte e duas práticas não adotadas e duas citadas, mas não evidenciadas, dentre vinte e seis aplicáveis – deixam evidente o total descaso da Austro Administração

⁶ Destaco aqui os §§ 66 e seguintes do mesmo Termo de Acusação:

“66. Isto posto, passamos a analisar o acompanhamento das CCBs Novo Guaíba pela BFL no que se refere a ambas as emissões. O documento elaborado pela gestora que retrata o acompanhamento do ativo denomina-se ‘Relatório de Análise Periódica de Ativos’ (1236572)”.

⁷ Em que pese a defesa ter tentado afastar a incompatibilidade do risco de crédito das CCB Agrária com aquele da política de investimento do FI Capitânia com base em mitigadores referidos no relatório de *rating* emitido pela SR Rating em dezembro de 2014 (doc. nº 1049289), não consta dos autos qualquer indicativo de que isso tenha sido levado em consideração pela BFL por ocasião da operação, tendo em vista, inclusive, a ausência de menção a tais fatores nos relatórios apresentados.

⁸ Cf. §§ 102 e seguintes do Termo de Acusação do PAS BFL-Catânia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

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. A inspecionada não apresentou qualquer documentação que evidenciasse a realização de uma análise adequada de crédito e um efetivo monitoramento dos ativos.”

21. A defesa quer fazer crer que o exercício comparativo empreendido pela SIN, que contrapôs a estrutura existente na BFL às melhores práticas constantes do Ofício-Circular/CVM/SIN/ nº 6/2014, equivale à Administração Pública substituindo-se ao julgamento da gestora e de seu diretor responsável, que estariam sendo acusados pelo descumprimento de meras “recomendações”, cuja adoção não seria obrigatória.
22. Trata-se, respeitosamente, somente de uma tentativa de desvio retórico.
23. Como já esclarecido pelo Diretor Pablo Renteria em precedente envolvendo fatos que eram até mesmo anteriores à edição do referido Ofício-Circular, este “não trouxe qualquer nova obrigação ao gestor”, uma vez que “sua edição não teve o intuito de, e nem poderia, criar regras, mas sim esclarecer quais os procedimentos mínimos que exemplificavam as formas de cumprimento do dever de diligência disposto no art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409”⁹.
24. Concordo com esta leitura. É evidente que a SIN não formulou Termo de Acusação contra os Acusados simplesmente porque eles descumpriram um punhado de orientações. BFL e José Gadenz são acusados porque:
 - i) foram detectadas falhas reiteradas na aquisição de ativos de crédito privado por fundos geridos pela BFL;
 - ii) quando a área técnica buscou investigar as razões para tais falhas e descumprimentos dos regulamentos dos fundos afetados, ela voltou seu olhar também para aspectos estruturais e procedimentais da BFL, como esperado;
 - iii) a SIN dispõe da expertise necessária para fazer uma avaliação sobre a adequação de tais estruturas de controle. A vasta experiência da área técnica e suas interações

⁹ PAS CVM nº RJ2015/12087, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24/07/2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

rotineiras com o mercado permitem que ela aponte algumas características comuns a estruturas que vêm se mostrando adequadas para a aquisição de ativos de crédito privado; e

- iv) a BFL não só incorreu em descumprimentos objetivos e efetivos, como ela também não foi capaz de demonstrar que tais infrações eram pontuais ou excepcionais ante a estrutura de *compliance* e gestão de risco de que dispunha, que não compartilhava, em virtualmente qualquer aspecto, daquelas características tidas como melhores práticas.

25. Em resumo: acompanho o Diretor Relator nas condenações, considerando esta breve ressalva sobre o dever de diligência e sua interpretação.

Rio de Janeiro, 09 de julho de 2024.

Marina Copola

Diretora