



## 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)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI N° 19957.007626/2019-94

Reg. Col. 2182/21

**Acusados:** Paulo Renato de Oliveira Figueiredo Filho, Paulo Renato de Oliveira Figueiredo, José Roberto Gomes Pacheco, Ricardo Siqueira Rodrigues, BRB Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., Henrique Leite Domingues, Andrea Moreira Lopes, Orla Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., Paulo Dominguez Landeira, More Invest Gestora de Recursos Ltda., João Adamo Júnior, David Kim, RJI Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda., Enio Carvalho Rodrigues, Roca/Tetris Investimentos, Thais Gaudino Brescia, Eduardo Evangelista Correa, Carolina Benincasa Nakaoski, Planner Corretora de Valores S.A., e Carlos Arnaldo Borges de Souza

**Assunto:** Possíveis irregularidades em FIP para construção de hotel: operação fraudulenta, atuação irregular no mercado de valores mobiliários e quebra de dever de diligência

**Relator:** Diretor João Accioly

### MANIFESTAÇÃO COMPLEMENTAR

1. Em respeito e homenagem ao bem fundamentado voto-vista da II. Diretora Marina Copola, apresento breve manifestação complementar sobre o aspecto do comitê de investimento e sua relação com a acusação de falha no dever de diligência pela More Invest. Seguem alguns trechos do voto-vista:

40. Por tudo isso<sup>1</sup>, entendo, em sentido contrário ao Diretor Relator, que o comitê de investimento não substitui nem mitiga a responsabilidade do gestor no desempenho de suas funções. (...) [N]o sistema brasileiro, quem implementa, executa e *arca* com essas escolhas é o gestor, conforme já reconhecido em diversas ocasiões pelo Colegiado [n. de rodapé nº 21: PAS 02/2013, j. em 22.1.2019; PAS 2015/12087, j. em 24.6.2018].

42. Dessa forma, mesmo com a intervenção dos cotistas formalizada por meio dos comitês de investimento, o gestor deve preservar o poder de decisão quanto à implementação ou não de tais decisões, tendo em vista o melhor interesse do fundo e de toda a base de cotistas (inclusive aqueles que não estiverem representados no comitê), a sua política de investimento e a regulamentação vigente, não podendo alegar que estava apenas seguindo orientações dos investidores.

44. Reconheço, contudo, que a existência de comitês de investimento [...] acaba por alterar a maneira como o gestor desempenha suas funções, o que deve ser levado em consideração no exame das situações concretas e na análise do cumprimento dos deveres fiduciários pelo prestador de serviços

45. No que se refere especificamente ao cumprimento do dever de diligência, tendo em vista o seu caráter eminentemente procedimental, entendo que isso demanda a adoção de procedimentos adequados e da criação de um ambiente de controles voltado a assegurar o acompanhamento e a análise das decisões tomadas pelo comitê.

2. Embora o §40 do voto-vista diga que a Diretora entende “em sentido contrário” a meu voto, não especifica as afirmações ou conclusões a que se refere. Assim, pertinente esclarecer os limites dos entendimentos – até porque no exame do caso concreto, alinho-me a boa parte dessas afirmações, e não seria correto deixar parecer que está em sentido contrário ao que julguei tudo o que o voto-vista afirma sobre a responsabilidade da gestora diante da existência de um comitê de investimento.

<sup>1</sup> Os parágrafos anteriores afirmam: 33. (...)A regulação vem admitindo que os cotistas participem mais ativamente da definição das estratégias de investimento do fundo, observados dois pressupostos principais. / 34. O primeiro é que tal participação deve ocorrer sempre por meio de estruturas de governança transparentes e previamente formalizadas (...). / 36. O segundo pressuposto é que a responsabilidade sobre as funções exercidas pelo gestor de recursos é indelegável (...). / 37. Este pressuposto se manteve (...) mesmo após a edição da Lei nº 13.874/2019 (...) [Dispositivos da regulamentação anteriores à lei] previam expressamente que (...) a existência [de tais estruturas de governança] “não exime o administrador ou o gestor da responsabilidade sobre as operações da carteira do fundo”. (...) / 38. Estes dispositivos foram (...)refletidos [na] Resolução 175/2022.



- CONVERGÊNCIAS

3. Assim, busco a seguir mostrar importantes pontos de concordância:

(i) **Sobre o §44 do voto-vista:** Levei em consideração a existência do comitê de investimento no fundo e a maneira como a gestora More deveria desempenhar suas funções e como as desempenhou. Exatamente como sustenta o §44 acima. Transcrevo e destaco de meu voto:

87. O primeiro e mais relevante questionamento [sobre o dever de diligência] diz respeito ao **dever dos prestadores de serviços dos fundos de adotar procedimentos** voltados a detectar eventuais irregularidades (...)

37. Não acredito que haja uma generalização possível em casos de decisão pelos próprios investidores no que tange à extensão dos deveres fiduciários. Eles **devem ser verificados casuisticamente, diante da especificidade de cada estrutura de governança.** (...)

88. (...) [S]ão os deveres estabelecidos [...] no caso concreto que devem servir ponto de partida para verificar se deveres foram ou não foram violados – recorrendo-se, em sucessão, às previsões gerais da lei e regulamentação.

(ii) **Sobre o §40 do voto-vista:** Constatei que, diferentemente do que alegava a defesa, o regulamento do FIP manteve na gestora a responsabilidade pelas decisões, devendo monitorar inclusive as decisões do comitê de investimento, com verificação e controle em prol dos investidores. Assim, concluí que responsabilidade da Gestora não foi substituída nem mitigada pelo comitê de investimento diferentemente do que poderia sugerir a leitura do §40 do voto-vista ao afirmar que essa não mitigação/substituição seria apenas contrária a meu entendimento. Transcrevo e destaco:

89. A Defesa alega que era o Comitê de Investimentos (...) que determinava como a gestora deveria agir.

90. (...) [D]iscordo (...). É que o regulamento do FIP, que formaliza especificamente quais deveres as próprias partes escolheram atribuir-se reciprocamente no art. 6º, §1º, previa expressamente como **dever da gestora** a defesa dos interesses dos cotistas na representação geral perante a investida[.]

91. (...) A alínea “d” [é] assertiva ao dispor que **a Gestora tem como dever diretamente perante o Fundo** – (...) perante o interesse patrimonial comum dos investidores – de representá-lo “na forma da legislação aplicável”, autonomamente e não sob desígnios do Comitê, a fim de “monitorar os investimentos” do FIP. A regra me parece determinar que a Gestora é quem tem a atribuição de fazer o Fundo atuar como acionista enquanto monitor dos negócios da companhia investida. (...) [P]ara *monitorar* a atuação da companhia, o dever seguiu na Gestora, e sua amplitude conceitual deve ser ponderada [conforme o] **dever de diligência, que segue como norma geral aplicável.**

97. (...) Ainda que certas decisões da Gestora estivessem sujeitas ao Comitê, não só **o dever geral de diligência não foi afastado como foi expressamente ratificado** (...) no dispositivo do regulamento de que ora se trata (o dever de representar a companhia no monitoramento dos investimentos). Esse **monitoramento inclui, a meu ver, os investimentos determinados pelo próprio Comitê.**

(iii) **Sobre o §45 do voto-vista:** Em relação ao cumprimento do dever de diligência pela More, verifiquei se teria havido a adoção de procedimentos adequados para assegurar o acompanhamento e a análise das decisões tomadas do Comitê de Investimentos, em linha com o que afirma o §45 do voto-vista sobre o caráter procedimental da diligência – e concluí que foram insuficientes:

92. A questão que remanesce é **se o dever de monitorar foi suficientemente cumprido** ou, noutras palavras, se foi negligenciado em grau que justifique a reprovação na esfera punitiva. O que me parece claro é que não pode ser considerado como imaculadamente exercido, pois **ao monitorar os negócios da companhia, a Gestora não detectou** que os prestadores de serviço dos contratos em que houve os desvios exibiam **sinais de alerta** que (...) me parecem detectáveis à época, quais sejam, as presenças de partes relacionadas (...).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

93. (...) Assim, entendo que é uma falha razoavelmente *evitável* que a Gestora não tenha notado o forte potencial de abuso (ou até [...] a fraude) naqueles contratos, pois a participação [de Acusados] e parentes próximos destes era ostensiva e pública (...).

98. Assim, entendo que **o regramento vigente determina reprovação punitiva da conduta da Gestora**, ainda que em um **grau reduzido frente às penas aplicadas em violações mais graves de diligência em que há flagrante negligência**. A More não se quedou inerte, (...) mas deixar de atentar para a presença de tantas relações interpessoais em contratos vultosos, num contexto de operações com fundos de pensão, não me parece ser justificável (...).

92. Em suma, concordo quanto a existência de quebra de dever de diligência no caso, e concordo que não houve nem delegação nem mitigação de responsabilidade da More pela existência do Comitê de Investimento. No §98 acima transcrito, destaquei que a razão de meu entendimento por uma dosimetria reduzida foi que a gestora tinha e cumpria alguns procedimentos.

- **DIVERGÊNCIAS**

93. Feitos esses apontamentos sobre os pontos de concordância, merece atenção redobrada a noção que percebo poder ser extraída do voto-vista de que determinadas estruturas de governança, quando inteiramente compreendidas e aceitas por todos os seus integrantes, de maneira refletida e voltada a busca de interesses legítimos, poderiam justificar a aplicação de penalidades por suposta configuração de violação de diligência.

94. Preocupam-me a perspectiva e as consequências indesejáveis (e, suponho, indesejadas) de negar aos investidores, ainda mais por meio de julgamentos em processos sancionadores, qualquer tipo de autoridade sobre a escolha de atributos organizacionais daquilo em que investem – até mesmo àqueles que se enquadram na classificação de “profissionais”, a quem a hiperprotetiva regulamentação vigente impõe o menor grau de restrições à autonomia da vontade.

95. Também me parecem prejudiciais aos objetivos da CVM, previstos no art. 4º da Lei 6.385, as possíveis consequências de um regime regulatório no qual que produtos em cuja estrutura constam cláusulas informadas com inteira transparência, e que investidores expressamente consideraram adequadas, podem servir de fundamento para punições no futuro – ao serem encaixados em conceitos abertos como diligência ou controles suficientes, apenas porque alguns julgadores acham, depois que algo deu errado, que a estrutura deveria ter sido diferente. Esse regime também me parece contrário à premissa de que a regulação do mercado de capitais é voltada à transparência da informação para melhor formação da vontade, e não ao julgamento pelo regulador sobre a qualidade dos investimentos.

96. A meu ver, tratar uma estrutura voluntariamente aceita como violação do dever de diligência por parte de prestadores de serviço depende de uma forte distorção do próprio conceito de dever fiduciário. Sai o significado consolidado de dever de agir como o titular do patrimônio gostaria que agisse, em relação ao que não foi especificado nos termos que regem a relação. Entra uma interferência externa, futura e subjetiva que se supõe mais apta a atender o interesse dos investidores que eles próprios – em frontal contradição à manifestação expressa de que era assim que o titular do patrimônio queria que o fiduciário agisse, já que aprovou um determinado conjunto de controles internos.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

97. Não só isso: a análise do investidor é necessariamente atenta aos custos e benefícios que o afetam diretamente. Em contraste, a insatisfação com determinada estrutura de governança aprovada por seus integrantes por ocasião de um julgamento, a ponto de considerar merecedor de punição o que em última análise se reduz a um acordo livre de vontades bem informadas, nem mesmo tenta estimar consequências de custos e benefícios, como ao menos se tenta fazer na ocasional imposição de certas formas específicas de controles internos, por meio da criação de regras claras e previsíveis – seja com estudos, seja com consultas públicas. Não: num julgamento que pune a adoção de uma estrutura inteiramente aprovada pelos participantes, os interessados têm sua opinião sincera acerca da adequação de certos controles internos (porque aplicada a si próprios) inteiramente desconsiderada; vale a opinião pessoal do espelho retrovisor do julgador sobre como entidades privadas deveriam ter se organizado. A segurança jurídica manda lembranças.

- **CONCLUSÕES**

98. Feito o registro dessas preocupações e voltando-me mais especificamente ao caso dos autos, ressalto, por fim, a importância de constatar falhas da More Invest em cumprir os deveres que lhe cabiam, e nisso concordo com a Diretora Copola: não foram bem executados. Trata-se de uma falha nos controles internos, por falta de diligência. Independentemente da questão da dosimetria, em que respeito e considero equilibrado o entendimento da maioria, a punição é justificada diante das falhas em executar o que se comprometeu a executar.

Rio de Janeiro, 3 de dezembro de 2024.

**João Accioly**  
Diretor Relator