



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

#### DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2015/12087

Data do julgamento: 24/07/2018

Acusados: BNY Administração de Ativos Ltda.

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.

José Carlos Lopes Xavier de Oliveira

Ementa: Violação dos deveres fiduciários estabelecidos no art. 65-A, da Instrução CVM nº 409/04. Irregularidades na administração de fundos de investimento. Operações irregulares no mercado de valores mobiliários. Absolvições, inabilitação e multa.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, com fundamento no art. 11, incisos II e IV, da Lei nº 6.385/76, por unanimidade de votos, decidiu:

1. Aplicar à **BNY Administração de Ativos Ltda.** a **penalidade de multa pecuniária de R\$ 7.200.000,00**, equivalente a 10% do valor da operação irregular;
2. Aplicar a **José Carlos Lopes Xavier de Oliveira** a **penalidade de inabilitação**, pelo prazo de três anos, para o exercício do cargo de administrador, ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; e
3. **Absolver** a BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. e José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, na qualidade de diretor responsável daquela instituição, da acusação de infração ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04.

O Colegiado da CVM deliberou, ainda, comunicar o resultado do julgamento à Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro e à Superintendência Nacional de Previdência Privada Complementar – PREVIC, em complemento aos OFÍCIOS/CVM/SGE/nº 028/2015 e CVM/SGE/nº 029/2015, para adoção das providências que aqueles órgãos julgarem cabíveis no âmbito de suas respectivas competências.

Os acusados punidos terão prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 34 da Lei

nº 13.506/2017, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 229 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsortes tiverem diferentes procuradores.

Por força do disposto na Lei nº 13.506/2017, o acusado ao qual tiver sido imposta a penalidade de inabilitação temporária (art. 11, IV da Lei nº 6385/76) poderá, no prazo de 10 dias contados da data da ciência desta decisão, requerer ao Colegiado da CVM efeito suspensivo da decisão de inabilitação temporária.

Presentes os advogados Marcus de Freitas Henriques, representante da BNY Administração de Ativos Ltda. e da BNY Mellon Serviços Financeiros, e Luis Hermano Spalding, representante do acusado José Carlos Lopes Xavier de Oliveira.

Presente o Procurador-federal Leonardo Montanholi, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Pablo Renteria, Relator, Gustavo Machado Gonzalez, Henrique Balduino Machado Moreira e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a Sessão.

Ausente o Diretor Gustavo Borba.



Documento assinado eletronicamente por **Henrique Balduino Machado Moreira, Diretor**, em 22/08/2018, às 15:44, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Santos Barbosa, Presidente**, em 24/08/2018, às 16:55, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Machado Gonzalez, Diretor**, em 25/08/2018, às 10:53, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Pablo Waldemar Renteria, Diretor**, em 27/08/2018, às 13:47, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0581876** e o código CRC **E3D9B34F**.  
*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" 0581876 and the "Código CRC" E3D9B34F.*



## 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 Nº RJ2015/12087

Reg. Col. 0217/2016

**Acusados:** BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.  
BNY Administração de Ativos Ltda.  
José Carlos Lopes Xavier de Oliveira.

**Assunto:** Apurar responsabilidade do administrador fiduciário e do gestor de recursos, bem como do seu respectivo diretor responsável, pela suposta violação de deveres fiduciários (art. 65-A da Instrução CVM nº 409/2004).

**Diretor Relator:** Pablo Renteria

## RELATÓRIO

### I – Origem

1. Este processo sancionador tem origem em atividade de supervisão de rotina da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”), na qual se constatou significativo investimento realizado pelo Pacific Fundo de Investimento Renda Fixa Crédito Privado (“Fundo Pacific”) em debêntures de emissão da RO Participações S.A. (“ROPart”). Em 27.1.2014, a SIN emitiu a Solicitação de Inspeção (SOI) nº 5/2014<sup>1</sup> (fls. 88 e 89) com o objetivo de levantar informações acerca do processo decisório adotado pela BNY Mellon Administração de Ativos Ltda. (“BNY Gestora”), gestora do Fundo Pacific, que tem como responsável pela administração de carteiras José Carlos Lopes Xavier de Oliveira (“José Carlos”).

---

<sup>1</sup> No âmbito do Processo CVM nº RJ2014/923.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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)

2. A inspeção foi realizada pela Superintendência de Fiscalização Externa (“SFI”) entre 10.3.2014 e 29.1.2015 e resultou na emissão do Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-1/Nº01/2015 (fls. 110 a 174), o qual apontou para a existência de indícios de descumprimento do art. 65, inciso XV, e do art. 65-A da Instrução CVM nº 409/2004 (“Instrução 409”) em relação a: (i) não existência de políticas, procedimentos, manuais de alçada ou equivalentes; (ii) falhas no processo de fiscalização da gestão; (iii) não divulgação de eventuais conflitos de interesse, (iv) ausência de processo detalhado de acompanhamento de recursos aplicados; e (v) inconsistência na precificação dos ativos.

### **II – Dos Fatos**

3. O Fundo Pacific é um fundo exclusivo do São Bento Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Multimercado (“São Bento”), que, por sua vez, é exclusivo do Postalis – Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos (“Postalis”). A administração do Fundo Pacific competia à BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (“BNY Administradora”), de quem José Carlos era, à época, diretor-presidente, enquanto a gestão, como já assinalado, era desempenhada pela BNY Gestora (em conjunto com a primeira “Grupo BNY”).

4. O Fundo Pacific subscreveu, em 28.11.2012, debêntures da ROPart pelo montante de R\$ 72 milhões.<sup>2</sup> De acordo com o Instrumento Particular de Escritura da 1ª Emissão de Debêntures da ROPart (“Escritura”), datado de 30.10.2012 (fls. 34 a 72), tais títulos possuíam as seguintes características:

- (a) as debêntures foram objeto de distribuição pública com esforços restritos de colocação, com a intermediação da SOCOPA – Sociedade Corretora Paulista S.A. (“Socopa”) (cláusula 2.2);
- (b) foram emitidas até 10 (dez) debêntures e o total da emissão será de até R\$ 72 milhões (cláusulas 3.2 e 3.3)
- (c) os recursos captados tiveram a seguinte destinação: (i) R\$ 60 milhões direcionados à aquisição de 30% do capital social da Risk Office Consultoria Financeira Ltda. (“Risk Office”); e (ii) até R\$ 12 milhões para pagamento das despesas incorridas na emissão das debêntures, inclusive a contratação de consultorias (cláusula 3.5);
- (d) prazo de vigência de 15 (quinze) anos (cláusula 4.7);

---

<sup>2</sup> Valor que coincide com um aporte no patrimônio do Pacific em 26.10.2012, pouco antes da emissão das debêntures (fls. 90). O patrimônio líquido do Pacific era de R\$ 122.737.276,76 em 31.10.2012 (fls. 2).



## 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)

- (e) taxa de remuneração definida pelo maior percentual entre: (i) IPCA + 6,5%; ou (ii) 10% de participação nos lucros da Risk Office (cláusula 4.9);
  - (f) garantias reais: (i) cessão fiduciária de direitos creditórios de titularidade da emissora, representados pelos valores a serem distribuídos pela Risk Office; e (ii) alienação fiduciária de ações da emissora detidas pelos acionistas garantidores (cláusula 4.14);
5. O relatório definitivo de **rating** (fls. 80 a 87) das debêntures emitidas pela ROPart, datado de 12.3.2013, classificou a operação com nota “A-”, que engloba “as operações [...] que apresentam ativos subjacentes com boas garantias primárias, secundárias e terciárias, com liquidez menor que as da faixa anterior e valor compatível com o valor do principal corrigido, acrescidos dos juros da obrigação. O risco de inadimplência é baixo”.
6. Além das garantias relacionadas na Escritura e reproduzidas anteriormente, o relatório de **rating** indicou o “aval dos sócios controladores da ROPart e acionistas garantidores”. Do referido relatório também consta que R\$ 60 milhões foram aplicados na integralização de ações emitidas pela Risk Office, equivalente a 30% do capital pós-aumento, cujo objetivo era o de adquirir participações acionárias em empresas com objetos sociais similares. O restante dos recursos (R\$ 12 milhões) foi destinado ao pagamento de consultorias e demais custos de emissão das debêntures.
7. Quanto à emissora, o relatório de **rating** apontou que se tratava de sociedade de propósito específico constituída em 20.6.2012, cujo objeto social era (i) prestar serviços de consultoria financeira para a Risk Office, suas controladoras, controladas ou coligadas, e (ii) participar societariamente no capital da Risk Office durante o prazo de duração da ROPart, que é de 16 anos. O capital social da ROPart era de R\$ 800,00, representado por 800 ações, sendo 400 ações ordinárias e 400 ações preferenciais.
8. Em relação à Risk Office, dito relatório informou que se tratava de prestadora de serviços de consultoria para a gestão de riscos financeiros e operacionais, possuindo cerca de 340 clientes distribuídos por todo o território nacional, dos quais 47% eram fundos de pensão. Seu objetivo com o aumento de capital era a aquisição de duas sociedades concorrentes.



## 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)

### **III – Da inspeção da SFI e análise da área técnica**

9. A SIN emitiu solicitação de inspeção para que a SFI diligenciasse, entre outras providências, a obtenção da documentação que serviu de suporte à tomada da decisão de aquisição das debêntures de emissão da ROPart.

#### **III.1 – Dos custos de emissão, taxa de remuneração e risco das debêntures**

10. A emissão das debêntures foi estruturada e coordenada pela Socopa, que informou (fls. 177 e 178) (i) ter sido contratada tão somente para realizar a distribuição pública, com esforços restritos, das debêntures; (ii) que a emissora indicou apenas o Fundo Pacific como potencial investidor, o qual subscreveu a totalidade das debêntures em 28.11.2012; e (iii) que não foram procurados potenciais investidores, tendo em vista a aquisição da totalidade das debêntures pelo Fundo Pacific.

11. Quanto ao montante de R\$ 12 milhões destinado a pagar consultorias e outros custos de emissão, a ROPart informou (fls. 193 a 197) que o custo total atingiu o montante de R\$ 13.181.741 (18% do valor total da operação), dos quais R\$ 11.536.000 foram destinados ao pagamento de consultorias. Tal quantia, segundo Relatório de Inspeção (fls. 110 a 174), mostrava-se incompatível com a média do mercado, considerando outras debêntures emitidas à mesma época. A média de mercado situava-se muito abaixo de 18% (quadro 12 - fls. 142), variando entre 0,14% e 8,52%, já considerada a remuneração variável (comissão de sucesso).

12. Segundo a SFI, a incompatibilidade se afiguraria ainda maior ao se ter em conta que as debêntures foram ofertadas com esforços restritos de distribuição, nos termos da Instrução CVM nº 476/2009, enquanto as demais ofertas de debêntures, consideradas na comparação, foram distribuídas nos termos da Instrução CVM nº 400/2003, a qual, como se sabe, impõe custos de emissão mais elevados.

13. A SFI apurou que os responsáveis pelas firmas de consultoria Credpag Consultoria e Serviços Financeiros Ltda. (“Credpag”) e Laber Serviços Empresariais Ltda. (“Laber”), ambas contratadas para a operação por R\$ 2.500.000 e R\$ 2.636.000, respectivamente, guardavam relação societária com A.M.P.M, titular de 50% do capital social da ROPart (fls. 200 a 203), o que sugeria possível conflito de interesses na contratação dessas consultoras.



## 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)

14. Em pesquisa realizada no SERPRO (fls. 198 a 203), foi identificado que M.O.L.F era sócio administrador da Credpag e diretor da Alubam Participações S.A., companhia cujo presidente era A.M.P.M. Já a Laber tinha como sócio administrador A.L., sócio de A.M.P.M na Genève Investimentos Ltda., que recebeu por transferência a totalidade das ações de emissão da ROPart, em 27.6.2013 (fls. 125).

15. No que tange à taxa de remuneração das debêntures, a SFI elaborou comparativo com as informações disponibilizadas pela ANBIMA sobre condições de preços, prazos e **rating** de debêntures negociadas no mercado secundário no momento da tomada de decisão por parte da BNY Gestora (fls. 152). Nesse levantamento, foi constatada a disponibilidade, no mercado, de debêntures com: (i) remunerações semelhantes e melhores; (ii) prazos mais curtos; e (iii) condições de risco mais vantajosas.

16. Quanto ao risco e prazo das debêntures adquiridas pelo Fundo Pacific, estes foram objeto de matéria jornalística publicada pelo Valor Econômico e disponibilizada no **website** “[www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)” (fls. 204),<sup>3</sup> na qual se afirma que, enquanto o prazo médio de vencimento das debêntures disponíveis era de 6,3 anos, a captação da ROPart tinha prazo de 15 anos. A reportagem ressaltou ainda o fato de a ROPart possuir capital social de R\$ 800,00 em 2012.

17. De acordo com a SIN (fls. 387), apesar de afirmar na matéria que a emissão tinha sido realizada dentro dos padrões de mercado, José Carlos parecia ter ignorado questões relevantes na tomada de decisões de investimento, tais como a **duration** e o risco maior advindo do prazo longo do título, o qual havia sido objeto de alerta no relatório definitivo de **rating** emitido em 12.3.2013 (fls. 80 a 87).

18. A área técnica ressaltou (fls. 395) que tal relatório, que classificou as debêntures na categoria “A-”, considerou como fundamento da nota de **rating** que “existe a cessão fiduciária das ações da ROPart e os seus controladores serem intervenientes garantidores (e não simplesmente avalistas, geralmente chamados a intervir depois do evento), o que dá uma

---

<sup>3</sup> Sítio eletrônico mantido pela ANBIMA para disponibilizar na rede mundial de computadores, banco de dados sobre debêntures, onde podem ser consultados os documentos das emissões, como as escrituras, os prospectos e os anúncios de distribuição. O sítio também disponibiliza os links para as informações geradas pela ANBIMA sobre as negociações com o ativo no mercado secundário e precificação.



## 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)

melhor percepção quanto à questão de prevenir o default, o balizador principal de nossa nota de rating”.

19. No entanto, de acordo com a SIN, a escritura de emissão das debêntures (fls. 34 a 79) não indica garantias concedidas pelos controladores. Este fato foi corroborado pela ROPart, que informou (fls. 190) que as debêntures não contemplavam aval dos seus sócios controladores. No entanto, segundo a SIN, a BNY Gestora não havia considerado que esse fato poderia alterar a nota atribuída ao título, nem que as únicas garantias existentes eram incertas e estritamente relacionadas à saúde financeira da ROPart e da Risk Office.

20. Mais adiante, em 29.5.2014, foi elaborado o relatório de revisão de **rating** da emissão de debêntures da ROPart, reduzindo sua classificação de “A-” para “BB”, sob a justificativa de que o fluxo de caixa da Risk Office era insuficiente para gerar dividendos que pudessem fluir para a ROPart e permitir o cumprimento das obrigações assumidas (fls. 213 a 226).

### **III.2 – Da tomada de decisão de investimento**

21. Em relação à aquisição das debêntures da ROPart, a BNY Gestora informou inicialmente<sup>4</sup> que “foram realizados procedimentos preliminares que certificaram a adequação não apenas da estrutura jurídica da operação, do nível de risco e da saúde financeira do emissor, mas também as boas condições da oferta das debêntures, que apresentavam características de remuneração e garantia dentro da média praticada pelo mercado na época da emissão”.

22. A BNY Gestora informou que tais avaliações constavam do relatório de análise por ela realizado (fls. 30 a 33). Acrescentou que o relatório de **rating** (fls. 80 a 87), que classificou as debêntures emitidas na categoria “A-”, ou seja, com baixo risco de inadimplimento, também serviu de base para fundamentar a aquisição das debêntures pelo Fundo Pacific.

23. A SFI colheu depoimento do então ocupante do cargo de **Chief Operating Officer** (“COO”) da BNY Administradora, S.L.B.B., que declarou, em 27.6.2014, que sua equipe havia sido solicitada a realizar um estudo técnico sobre as taxas das debêntures em questão (fls. 205 e 206). O depoente declarou que, em 26.10.2012, foi enviado e-mail a José Carlos com uma conclusão desfavorável à aquisição, uma vez que a remuneração pactuada se

<sup>4</sup> Resposta ao Ofício CVM/SIN/GIF/Nº 3804/2013 (fls. 28 e 29).





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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)

mostrava incompatível com as opções disponíveis no mercado. Assim se lê no parecer em questão:

“Entendemos que a taxa de emissão do título analisado não encontra-se nos patamares de risco encontrados no mercado para o prazo em questão. A empresa Risk Office (Investimento da RO Participações) por se tratar de uma empresa de serviços e portanto sem ativos reais que garantam a operação possui risco relativamente maior que as emissões utilizadas como referência e descritas acima. Observamos que nessa análise desconsideramos a parcela referente a participação de até 10% nos lucros da Risk Office dado que não nos foi apresentado uma previsão de fluxo de caixa que fundamente uma estimativa deste prêmio” (fls. 280).

24. S.L.B.B declarou ainda que “em virtude de uma carta do cotista [Postalis], a sua equipe do departamento de análise de crédito recebeu a demanda da gestora, em outubro de 2013, para a elaboração de um relatório com conclusão favorável à aquisição, utilizando como base o estudo de adequação de taxas realizado previamente, mas tendo como justificativa para a mudança de conclusão a inclusão, neste relatório, da remuneração variável sobre o resultado operacional da emissora que havia sido desconsiderado anteriormente”.

25. Ainda segundo S.L.B.B., o pedido de nova análise com conclusão favorável ao investimento teria partido de José Carlos, o qual, à época dos fatos, ocupava o cargo de diretor presidente na BNY Administradora, sendo assim o responsável final pelo teor do parecer que seria emitido. Por fim, S.L.B.B. supõe que a BNY Gestora possuía informações não públicas a respeito do resultado operacional da emissora e declarou considerar que o relatório não foi elaborado pelo departamento de análise de crédito e que o responsável pela opinião final deve ser José Carlos. Assim se lê no novo relatório de análise das debêntures, emitido pela BNY Gestora:

“Entendemos que a taxa de emissão do título analisado encontra-se nos patamares de risco encontrados no mercado para o prazo em questão. A empresa Risk Office (investimento da RO Participações) por se tratar de uma empresa de serviços possui risco relativamente maior que as emissões utilizadas como referência. No entanto, considerando as taxas de mercado analisadas (e spread de risco acima da NTN) e o upside proporcionado pela participação de até 10% nos lucros da Empresa, concluímos que a emissão em questão está compatível com o risco da operação” (fls. 30 a 33).

26. Em 24.7.2014, José Carlos prestou depoimento à SFI e esclareceu (fls. 207) que a tomada de decisão de aquisição das debêntures da ROPart foi baseada no estudo elaborado



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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)

pela área técnica da BNY Administradora. Segundo José Carlos, foi-lhe apresentado dois relatórios, um com conclusão favorável à aquisição e outro com conclusão desfavorável. Acrescentou que houve discussão com relação à remuneração do ativo e que solicitou uma complementação da análise considerando aspectos como resgate antecipado e participação nos dividendos da companhia investida.

27. Sobre a informação de que o relatório favorável teria sido emitido em 31.10.2013, José Carlos declarou que nesta data já se encontrava afastado de todas as suas funções, tendo em vista que desde o dia 17.10.2013 não possuía mais nenhum acesso físico ou remoto a qualquer instalação, funcionário ou documento do Grupo BNY.

28. A BNY Gestora (fls.183, 211 e 361) corroborou a declaração do então COO, afirmando que o relatório favorável tinha sido elaborado em 31.10.2013. A BNY Gestora informou ainda que tal relatório fora elaborado em resposta a questionamento recebido do cotista do Fundo Pacific e a pedido de José Carlos, que determinou que o relatório sustentasse a decisão tomada em 2012.

29. Em 9.10.2013, o Postalis foi questionado pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (“PREVIC”) acerca da aquisição das debêntures (fls. 361). Esse último questionamento foi repassado à BNY Gestora em 10.10.2013, o qual foi respondido, em 31.10.2013, com uma cópia do referido “Relatório de Análise da Emissão de Debêntures da RO Participações”, que continha conclusão favorável à aquisição das debêntures.

30. No entendimento da área técnica (fls. 395 e 396), a BNY Gestora teria falhado em explicar a decisão de investimento, já que a operação com a ROPart possuía condições de risco muito superiores, prazos excessivamente dilatados, liquidez muito inferior e retorno, na melhor das hipóteses, semelhantes aos demais instrumentos disponíveis no mercado naquele momento.

31. Considerando as inconsistências do processo de tomada de decisão de investimento nas debêntures, o Grupo BNY apresentou (fls. 311 a 320) as alterações estruturais e organizacionais introduzidas nas instituições do grupo, com o intuito de evitar que problemas de tal natureza voltassem a ocorrer.



## 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)

### **III.3 – Do resgate das debêntures emitidas pela ROPart**

32. No Demonstrativo de Composição e Diversificação de Ativos do Fundo Pacific referente ao mês de julho de 2014 (fls. 364 e 365), observou-se que as debêntures da ROPart deixaram de integrar a sua carteira, em razão de resgate realizado em 8.7.2014, no valor de R\$ 69.803.296,02 (fls. 227).

33. De acordo com a BNY Administradora (fls. 230 a 232), por solicitação do Postalis, foi feito o resgate de parte das aplicações mediante a entrega de ativos, representados pelas debêntures emitidas pela ROPart. A operação em questão foi realizada em duas etapas: primeiro, as debêntures foram transferidas da carteira do Fundo Pacific para a do São Bento e, em seguida, para a carteira própria do Postalis.

34. O objetivo do resgate (solicitado por e-mail em 17.6.2014<sup>5</sup> à BNY Gestora – fls. 235) era a aquisição de debêntures de emissão da XNice Participações S.A. (“XNice”) pelo Postalis, em que parte do pagamento<sup>6</sup> se daria mediante entrega das debêntures emitidas pela ROPart. A área técnica constatou que a emissão das debêntures pela XNice apresentava estrutura semelhante à da ROPart (fls. 164).

35. A operação da XNice, contudo, recebeu diversos apontamentos por parte da BNY Administradora em expediente encaminhado ao Postalis em 23.7.2014 (fls. 248 a 250), que levaram a não recomendação de sua execução. A SFI, por seu turno, verificou que A.M.P.M., sócio da ROPart, também era presidente da XNice.

36. O Grupo BNY informou que o pedido da Postalis para aquisição das debêntures da XNice pelo Fundo Pacific não foi acatado pela BNY Gestora, motivo pelo qual o cotista teria solicitado o resgate das debêntures da ROPart, a fim de realizar a operação em sua própria carteira (fls. 319).

37. A SIN observou que, diferentemente da diligência observada na análise da aquisição das debêntures emitidas pela XNice, o Grupo BNY não levou em consideração os seguintes fatores ao examinar o investimento em debêntures emitidas pela ROPart (fls. 392):

---

<sup>5</sup> De acordo com a BNY Administradora, a solicitação teria sido feita inicialmente em 13.6.2014, durante reunião em que participaram representantes do Postalis e da BNY Gestora (fls. 233 e 234). Em 1.7.2014, a solicitação foi reafirmada por meio da correspondência CT-061/2014-DFI do Postalis (fls. 236).

<sup>6</sup> Investimento total de R\$ 169.545.247,00.



## 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)

- (a) dificuldade de assegurar a adequação do risco/retorno da operação;
- (b) despesas previstas, incluindo contratação de serviços, com montante expressivo;
- (c) existência de uma mesma pessoa como sócia em diversas partes da operação;
- (d) risco atrelado ao fato das garantias serem incertas e estritamente relacionadas à saúde financeira das empresas envolvidas; e
- (e) desconhecimento da estrutura de dívida das empresas operacionais e da viabilidade de pagamentos de dividendos para quitar as debêntures.

38. Logo após tais transações, em 24.9.2014, os fundos Pacific e São Bento foram encerrados (fls. 322 e 324).

### **IV – Da Conclusão**

39. A partir de tais fatos, a SIN concluiu que, embora a BNY Gestora tenha dito que a decisão de investimento foi inicialmente embasada no Relatório de Análise da Emissão de Debêntures da ROPart (fls. 30 a 33), o Grupo BNY não apresentou qualquer estudo que evidenciasse que a participação nos lucros da emissora teria levado a uma conclusão positiva acerca do retorno prometido pelas debêntures.

40. De acordo com a SIN, a BNY Gestora não considerou fatores importantes, como: (i) o elevado custo de emissão das debêntures da ROPart, (ii) os prazos excessivamente longos; (iii) a divergência entre as garantias informadas na escritura de emissão das debêntures e no relatório definitivo de rating; e (iv) o fato de A.M.P.M ser sócio de diversas empresas participantes da operação, o que poderia configurar conflito de interesses.

41. Além disso, a BNY Gestora decidiu adquirir debêntures com retorno similar ou inferior ao de mercado, mas com riscos e prazos menos favoráveis, sem amparo em análise ampla e completa, fazendo com que o Fundo Pacific assumisse riscos desnecessários. Como agravante, a SIN destacou que as investigações identificaram que o Relatório de Análise, apontado como base para a tomada de decisão, foi, na verdade, elaborado em outubro de 2013, cerca de um ano após o investimento.

42. A SIN considerou que a decisão de investimento, que competia ao gestor do fundo, fora tomada com falta de cuidado, já que representou aplicação relevante (60% do patrimônio líquido do fundo) sem que houvesse maiores preocupações com riscos, garantias e conflito de interesses, evidenciando quebra dos deveres fiduciários.



## 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)

43. Em relação à BNY Administradora, a área técnica entendeu que, tratando-se de investimento relevante, medidas adicionais deveriam ter sido adotadas para assegurar que a decisão fora embasada em critérios técnicos de avaliação da relação risco/retorno, das características do ativo e da emissora, de suas garantias, entre outros. Desta feita, a SIN concluiu que a BNY Administradora não cumpriu os seus deveres fiduciários em relação ao cotista do fundo.

44. Por fim, a SIN destacou que tanto a administração como a gestão do Fundo Pacific estavam sob a responsabilidade direta de José Carlos, que acumulava os cargos de diretor responsável de ambas as instituições. Segundo a SIN, a responsabilização do diretor responsável estaria em linha com os processos administrativos sancionadores CVM nºs RJ2005/8510 e RJ2010/9129.

### **V – Do Termo de Acusação**

45. Diante do exposto, a SIN concluiu que deveriam ser responsabilizados:

- (a) BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A., na qualidade de administrador do Fundo Pacific, por descumprimento do dever de diligência previsto no art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004;
- (b) BNY Administração de Ativos Ltda., na qualidade de gestor do Fundo Pacific, por descumprimento dos deveres de fidúcia e lealdade previstos no art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004;
- (c) José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, por infringência ao disposto no art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004.

### **VI – Da manifestação da PFE**

46. Ao examinar o Termo de Acusação, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) entendeu (fls. 371 a 377) que restaram atendidas as exigências elencados nos incisos I a III do art. 6º, bem como a exigência prevista no art. 11, ambos da Deliberação CVM nº 538/2008.

47. No que tange ao inciso IV do art. 6º, que trata dos dispositivos legais ou regulamentares infringidos, a PFE entendeu que a acusação da BNY Administradora pelo não



## 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)

cumprimento do dever de fiscalização de serviços prestados pela BNY Gestora não era a mais adequada. Em que pese a responsabilidade pela decisão de investimento caber ao gestor do Fundo Pacific, seria de se esperar que a administradora do Pacific tivesse adotado medidas para se assegurar que a decisão estava embasada em critérios técnicos.

48. Segundo a PFE, a administradora não teria adotado conduta cuidadosa e diligente na administração do Fundo, em infração ao disposto no art.65-A, inciso I, da Instrução 409 (fls. 373 e 374).

49. No tocante à responsabilidade de José Carlos, a PFE verificou que a tomada de decisão pelo investimento foi uma flagrante violação ao dever de lealdade com o cotista do Fundo. Por este motivo, o acusado também deveria responder por infringência ao art. 65-A, inciso I, da Instrução 409 (fls. 374). Sendo assim, a PFE entendeu que a acusação deveria ser alterada com vistas a indicar uma única imputação para todos os acusados (fls. 375).

50. Ademais, a PFE opinou favoravelmente à comunicação das conclusões alcançadas no Termo de Acusação à Procuradoria da República do Rio de Janeiro e à PREVIC, em complemento à comunicação realizada anteriormente.

51. Os ajustes sugeridos pela PFE foram acatados pela SIN (fls. 378) e se encontram refletidos no Termo de Acusação (fls. 379 a 404), bem como no exposto no item V deste Relatório. A Procuradoria da República e a PREVIC foram comunicados em 17.5.2015 (fls. 353 e 354).

### **VII – Da proposta de celebração de Termo de Compromisso**

52. Em 16.10.2015, antes da intimação dos acusados para apresentação de suas razões de defesa, a BNY Gestora e a BNY Administradora apresentaram proposta de celebração de termo de compromisso<sup>7</sup> no valor de R\$ 700.000,00 com vistas a encerrar a investigação em curso. A PFE, contudo, identificou óbice jurídico à aceitação da proposta (fls. 536 e 537), em razão do não preenchimento do requisito previsto no art. 11, §5º, inciso II, da Lei nº 6.385/76.

53. O Comitê de Termo de Compromisso entendeu que, ainda que superado o óbice jurídico, a celebração do acordo seria inconveniente, considerando que (i) a BNY

---

<sup>7</sup> Proposta de Termo de Compromisso analisada no âmbito do Processo RJ2015/12170.



## 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)

Administradora já havia sido punida pela CVM em outros processos sancionadores pela mesma espécie de infração; e que (ii) o referido caso merecia ser julgado pelo Colegiado, visando à boa orientação do mercado em casos semelhantes.

54. Em 4.10.2016, o Colegiado, por unanimidade, acompanhou o parecer do Comitê, rejeitando as propostas.

### **VIII – Das defesas**

#### **VIII.1 – Da defesa de José Carlos**

55. Em sua defesa (fls. 448 a 473), José Carlos informou que, à época dos fatos, o Postalis era o principal cliente do Grupo BNY em geração de receita e, por isso, ele atuava de forma mais ativa nas aplicações realizadas pelos seus veículos de investimento. Na prática, por se tratar de investidor sofisticado, um pedido de investimento do Postalis que não fosse contrário à regulamentação em vigor era considerado uma ordem.

56. De acordo com o defendente, a aquisição das debêntures da ROPart foi solicitada pelo Postalis, tendo a área técnica da BNY Administradora se posicionado no sentido de não recomendar a operação. No entanto, em razão da insistência do Postalis, José Carlos analisou o relatório produzido pela administradora e percebeu que existiam omissões importantes no documento, recomendando que fosse refeito, considerando, entre outras características, a remuneração das debêntures. Uma vez refeita análise, que concluiu favoravelmente à operação, as debêntures foram adquiridas pelo Fundo Pacific.

57. O defendente ressaltou que o Postalis é investidor qualificado e possui capacidade para avaliar riscos e tomar decisões de investimento. Nesse sentido, José Carlos citou julgados da CVM no sentido de que esses investidores não precisariam de uma série de proteções que são conferidas aos não qualificados.<sup>8</sup>

58. Também argumentou que o mérito de uma decisão de investimento tomada por um investidor qualificado não poderia ser questionada em sede de processo administrador sancionador.

---

<sup>8</sup> Voto do então Presidente Marcelo Trindade no PAS CVM nº 2005/9245, julgado em 16.1.2007.



## 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)

59. O defendente alegou ainda que a gestão da carteira do fundo era não discricionária,<sup>9</sup> uma vez que as decisões de investimento cabiam ao diretor presidente e ao diretor financeiro do Postalis. Destaca, nesse sentido, que a própria BNY Gestora teria reconhecido que as decisões de investimento, à época, foram tomadas em conjunto entre o então diretor da gestora e representantes do cotista exclusivo do fundo.

60. Dessa forma, o defendente concluiu afirmando que a sua responsabilização seria descabida, porque:

- (a) a decisão do investimento partiu única e exclusivamente do Postalis;
- (b) todas as precauções e cautelas no estudo da compatibilidade da operação foram tomadas;
- (c) por um longo período de tempo, as debêntures ficaram na carteira do Postalis, sendo administradas pelo Grupo BNY, não por José Carlos;
- (d) quando as debêntures passaram para a carteira própria do Postalis, o defendente não integrava mais a empresa;
- (e) o Postalis não sofreu qualquer prejuízo com o investimento; e
- (f) quem adotou más práticas de investimento não foi nem José Carlos nem o Grupo BNY, mas sim o Postalis.

61. Quanto à existência de um relatório preliminar desfavorável, o defendente alegou que este apresentava uma série de limitações, já que parcela considerável da remuneração não havia sido considerada. Tal deficiência teria sido confirmada por S.L.B.B. em seu depoimento. Por essa razão, pediu, antes da aquisição das debêntures, a elaboração de novo estudo, sugerindo a correção da análise, e não do resultado. Em suma, o investimento teria se dado com base em relatório de qualidade superior à versão original. Além disso, a decisão foi respaldada em relatório de **rating** do ativo, que classificou as debêntures na categoria “A-”.

62. Ainda a propósito, o defendente destacou que não estava em condições de provar que a segunda versão do relatório de análise havia sido elaborado antes da realização do investimento, e não somente em outubro de 2013, uma vez que não tinha mais acesso a qualquer documento desde o seu afastamento do Grupo BNY, em 17.10.2013.

---

<sup>9</sup> Admitida, segundo a defesa, pela Instrução CVM nº 306/99 quando trata das vedações ao administrador, conforme art. 16, inc. I-b.





## 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)

63. Também argumentou que, ao prestar depoimento à CVM, S.L.B.B. temia perder o seu cargo e por isso teria feito, a pedido do Grupo BNY, declarações tendenciosas e equivocadas, que procuravam incriminar o defendente. Segundo a defesa, José Carlos vem sendo encarado como um “centro de responsabilização” em virtude de seu cargo como diretor. Se, por um lado, ele foi acusado a partir da solicitação de um segundo estudo levando em consideração as informações antes omitidas; por outro, o mesmo ocorreria se ele não tivesse solicitado nova análise, vez que teria deixado passar lacunas do referido estudo.

64. Segundo o defendente, o fato de o relatório de análise ter sido apresentado ao Postalis em 2013 nada prova em relação ao ocorrido durante o processo de aprovação da aquisição das debêntures emitidas pela ROPart. Ressalta, nesse tocante, que a aquisição das debêntures poderia ter sido aprovada pela área técnica do Grupo BNY por telefone ou poderia ter sido, como foi, aprovada com base no segundo relatório apresentado pela área técnica.

65. De outra parte, sustentou que não poderia ser pessoalmente responsabilizado na qualidade de diretor responsável da BNY Administradora e da BNY Gestora, uma vez que a acusação havia falhado em apontar uma conduta específica e culposa da sua parte. Tampouco poderia ser responsabilizado por atos imputáveis exclusivamente à vontade das pessoas jurídicas. Em síntese, a sua responsabilização não se justificaria porque (fls. 464):

- (a) as pessoas jurídicas são passíveis de responsabilização na esfera administrativa;
- (b) não existe responsabilidade solidária na esfera administrativa;
- (c) não existe imputação de responsabilidade administrativa sem comprovação de culpa do acusado;
- (d) falhas operacionais pontuais não são suficientes para gerar descumprimento do dever de diligência do diretor da empresa.

66. José Carlos requer que o Colegiado rechace a presunção de centro de responsabilização, bem como a ausência de vontade da pessoa jurídica, visto que ambas as teses carecem de fundamento jurídico e contrariam a ideia de que os administradores das sociedades anônimas não podem ser responsabilizados pessoalmente por atos regulares de administração. Na verdade, ao agir regularmente dentro dos limites que lhe foram concedidos, o requerente alega ter praticado atos de vontade da empresa da qual era diretor, nunca



## 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)

segundo a própria vontade. Se o contrário fosse considerado, estar-se-ia admitindo a inexistência da própria pessoa jurídica, que, afinal, ficaria sem qualquer responsabilização.

67. Para comprovar o cuidado, diligência e o bom desempenho em sua administração, José Carlos citou alguns de seus atos, tais como: (i) procedimentos de **due diligence** quanto à aprovação de novos gestores de recursos, bem como a análise da capacidade técnica destes gestores; (ii) estruturação das áreas de **back office**; e (iii) formação de equipe de controle de riscos operacionais e internos.

68. Portanto, a defesa requer a rejeição da acusação do requerente constante no item 89 do Termo de Acusação, bem como a eliminação do nome do defendente como acusado em todo e qualquer fato exposto no Termo de Acusação, uma vez que a acusação é manifestamente incapaz de relacionar objetivamente qualquer conduta do requerente às supostas irregularidades objeto do presente processo sancionador. No entanto, caso os referidos pedidos não sejam atendidos, a defesa postula a improcedência da responsabilização nos termos do art. 65-A, inciso I, da Instrução 409.

### **VIII.2 – Da defesa conjunta do Grupo BNY**

69. Segundo a defesa do Grupo BNY, já havia sido informado em manifestação prévia que a decisão de investimento partiu, conjuntamente, de José Carlos e representantes do Postalís, reconhecidamente investidor qualificado. Ao decidir pelo investimento, José Carlos desconsiderou o estudo preliminar realizado pela área técnica da BNY Administradora, o qual continha conclusão desfavorável à aquisição das debêntures.

70. Argumentou que tanto a obrigação do administrador como a do gestor são de meios, e não de resultado. Desse modo, somente podem ser responsabilizados quando não adotam, em determinada situação concreta, a conduta que razoavelmente se poderia esperar de qualquer outro gestor ou administrador. Não se espera, portanto, uma conduta infalível, mas sim a adoção dos melhores esforços.

71. Prosseguiu afirmando que a análise do cumprimento do dever de diligência deve levar em consideração o contexto em que ocorreu a ação ou omissão do administrador ou gestor, tendo em conta fatores como o tempo para tomada de decisão e os custos demandados. Tal



## 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)

avaliação deve ser efetuada considerando a conduta que razoavelmente se poderia esperar do administrador e do gestor.

72. O dever de lealdade, por seu turno, deriva da obrigação do exercício das funções valendo-se da boa-fé, tendo em vista os interesses do fundo e dos reais titulares do patrimônio, ou seja, os cotistas. Portanto, para que haja descumprimento do dever de lealdade, é necessário que o gestor ou administrador tenha praticado atos voltados a seus próprios interesses ou de terceiros em detrimento dos interesses do próprio Fundo.

### **VIII.2.1 – Da BNY Gestora**

73. No que tange à acusação feita à gestora, a defesa alegou que o Fundo Pacific tem um único cotista, investidor qualificado, que, em razão de sua experiência, é capaz de avaliar adequadamente os riscos de uma operação, sem necessidade de auxílio externo. Tal perfil de investidor tem a proteção estatal mitigada, contando, inclusive, com regras mais flexíveis que as aplicadas aos demais investidores.

74. Segundo a defesa, o investimento nas debêntures foi indicado pelo próprio investidor, o Postalis. A esse respeito, destacou que, quatro dias antes da operação, o Postalis indiretamente aportou no Fundo Pacific o montante de R\$ 72 milhões, quantia equivalente à emissão das debêntures da ROPart.

75. Salientou ainda que, dois anos após a realização do investimento, o Postalis solicitou o resgate de parte de suas cotas no Fundo São Bento, a qual se prestaria à aquisição de debêntures de emissão da XNice, que contavam com características semelhantes às da ROPart. Este resgate ocorreu mediante a entrega das debêntures da ROPart, posteriormente utilizadas como parte do pagamento pelas debêntures da XNice.

76. Em vista disso, a defesa argumentou que, por ter atuado alinhado com os interesses do Postalis, bem como por não ter causado prejuízos a este último, já que as debêntures foram substituídas antes do vencimento pelas da XNice, a BNY Gestora não teria descumprido seus deveres fiduciários.

77. A defesa também rebateu a afirmação da acusação segundo a qual a BNY Gestora teria feito o Pacific correr riscos desnecessários, considerando que havia outras opções de investimento com prazos e riscos mais favoráveis. No entanto, segundo a defesa, não caberia



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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)

à CVM analisar o mérito das decisões negociais, além do que a relação risco/retorno não deve ser o único fator considerado na tomada da decisão de investimento. Nesse ponto, cita a seguinte decisão do Colegiado da CVM:

“14. Mas acho necessário acrescentar que não me parece ser competência da área técnica, na acusação, fazer considerações a respeito do mérito das decisões de investimento – nível de risco do fundo (que seria ‘desnecessário’) ou sobre a qualidade da estratégia adotada pelo administrador – quando o administrador age amparado no regulamento do fundo ou quando não se configura falta de lealdade de sua parte. Digo isso mesmo se o resultado dessas decisões de investimento gerar perdas vultosas para o fundo. Decidir onde e quando investir é decisão do administrador, que está sujeito às regras contratadas com os investidores e à obrigação de agir com zelo e visando ao interesse dos investidores (além de obedecer às regras prudenciais e a outras específicas, sobre os investimentos, que estejam vigentes)”<sup>10</sup>.

78. A defesa ressaltou, ademais, que, no mercado, é bastante comum que investidores qualificados, como o caso do Postalís, realizem investimentos com relação risco/retorno não tão propícia. Quanto ao prazo de vencimento das debêntures, embora fosse longo (15 anos), não estava totalmente fora do padrão de mercado, visto que cerca de 34,7% das debêntures, emitidas entre 1.10.2012 e 30.10.2012, tinham o prazo médio de vencimento igual ou superior a 10 anos. Existem, inclusive, debêntures perpétuas, ou seja, sem prazo de vencimento definido, conforme dispõe o art. 55, §4º, da Lei nº 6.404/1976.

79. De outra parte, alegou que o relatório de **rating**, ao contrário do afirmado pela acusação, não alertou sobre o prazo de vencimento demasiadamente longo. Apenas afirmou que, devido a esse prazo de vencimento, não seria possível fazer previsões específicas sobre o comportamento da economia. Ainda sobre esse relatório, argumentou que, diante da decisão do cotista exclusivo do Fundo, seria razoável basear sua análise de riscos exclusivamente no **rating** “A-” atribuído às debêntures, ou seja, com baixo risco de inadimplência.

80. A defesa prosseguiu refutando a afirmação da acusação segundo a qual a gestora não teria sido diligente ao avaliar as garantias das debêntures. A esse respeito, a defesa citou trecho do Ofício-Circular CVM/SIN/Nº06/2014 em que “há casos em que elas podem ser até mesmo irrelevantes no processo de escolha do ativo”. Ademais, não existem nos autos elementos suficientes que possibilitem concluir que o **rating** foi rebaixado para o patamar “BB”, em virtude da inexistência de aval dos acionistas da ROPart.

---

<sup>10</sup> Voto de Maria Helena Santana no Processo Sancionador CVM nº RJ2005/8510, julgado em 4.4.2007.



## 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)

81. No tocante ao custo de emissão das debêntures, a defesa destacou que, conforme demonstrativo de caixa de fls. 193 apresentado pela ROPart, apenas R\$ 4.018.957,00 foram despendidos com a própria emissão, enquanto os outros R\$ 9.081.043,00 tinham natureza diversa, uma vez que se destinavam ao pagamento de despesas incorridas na contratação de consultorias, com vistas a viabilizar a aquisição do controle de concorrentes da Risk Office.

82. Sendo assim, ao contrário do afirmado pela acusação, o total de recursos consumidos com os custos de emissão seria muito inferior a 18%, correspondendo, em realidade, a cerca de 5,58% do valor total da operação, o que se mostra compatível com a média do mercado, que varia de 0,14% a 8,52%, de acordo com tabela constante do Termo de Acusação.

83. Em relação à remuneração das debêntures, a defesa alegou que a taxa de juros estipulada, equivalente a 6,5% atrelada ao IPCA, estava próxima à média praticada no mercado à época, que era de 6,89%. Ressaltou que, somente em 2014, a SIN editou o Ofício-Circular CVM/SIN/Nº06/2014, não podendo ser exigido da BNY Gestora a observância dos parâmetros lá definidos, já que o investimento em debêntures emitidas pela ROPart foi realizado em 2012.

84. Em suma, a defesa refutou a condenação da BNY Gestora pelo suposto descumprimento dos seus deveres fiduciários, visto que: (i) agiu de maneira alinhada aos interesses do Postalís, investidor qualificado e cotista exclusivo do Fundo Pacific; (ii) o investimento estava de acordo com o regulamento e não gerou prejuízos; (iii) não cabe à CVM analisar o mérito da decisão de investimento; (iv) o prazo de vencimento e os riscos do investimento estavam em conformidade com a média do mercado; e (v) a conduta da gestora no sentido de avaliar o risco da operação estava de acordo com o contexto em que foi realizada.

### **VIII.2.2 - BNY Administradora**

85. Com relação à BNY Administradora, a defesa argumentou que os deveres fiduciários não foram descumpridos, uma vez que a sua atuação se limitava à administração do Fundo Pacific, enquanto a gestão cabia à BNY Gestora. Na qualidade de administradora, cumpria-lhe tão somente o dever de fiscalizar a gestão no tocante ao controle da composição da carteira do



## 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)

Fundo Pacific e o seu enquadramento na política de investimento, eximindo-se, no entanto, de participar de qualquer tomada de decisão de investimento.

86. Desse modo, não cabia à BNY Administradora fiscalizar previamente os investimentos realizados pelo Fundo Pacific. Cumpri-lhe apenas agir *a posteriori*, além de não poder responder por atos relacionados à tomada de decisão de investimentos. Desse modo, não era de sua alçada adotar medidas adicionais de fiscalização da gestora contratada. Estas medidas adicionais fugiriam do âmbito do art. 65-A da Instrução 409.

87. Apesar disso, a acusação insistiu em imputar à BNY Administradora o suposto descumprimento de seus deveres fiduciários. Isto porque a área técnica da CVM entendeu que o administrador deveria ter adotado medidas adicionais para verificar se a decisão do gestor teria sido embasada em critérios técnicos de avaliação da relação risco/retorno, das características do ativo e da emissora, de suas garantias, entre outras.

88. Contra isso, a defesa ressaltou que a própria PFE entendeu que a BNY Administradora não deveria responder por falha na fiscalização do gestor, como dispõe o art. 65, inc. XV, da Instrução 409. A acusação, concordando com a PFE, retificou o Termo de Acusação, mas a imputação permaneceu indevidamente baseada na suposta falha do administrador em fiscalizar a atuação do gestor.

89. Ressaltou ainda que o Postalis, investidor altamente qualificado, jamais questionou a aquisição das debêntures, tendo inclusive realizado operação semelhante no âmbito de sua carteira própria de investimentos. Não houve, portanto, quebra da relação de confiança existente entre a BNY Administradora e o Postalis.

### **VIII.2.3 - Aprimoramento nos controles internos**

90. A defesa informa que, a partir do desligamento de José Carlos, no final de 2013, diversas mudanças foram feitas com o fim de aprimorar os processos e controles dos serviços oferecidos pelo Grupo BNY, tais como: (i) avaliações, feitas por um comitê específico, das propostas de investimento feitas por cotistas de fundos; (ii) introdução de política de investimentos e de seleção de alocação de ativos da BNY Gestora; e (iii) adoção da política de controle e gerenciamento de liquidez dos fundos sob sua 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)

91. Adicionalmente, ressaltou que a BNY Gestora se encontra em processo avançado de descontinuação de suas atividades de gestão de fundos de investimento. Como consequência, havia apenas 3 (três) fundos sob sua gestão em março de 2016. De outra parte, os processos de **due diligence** da BNY Administradora foram revisados e a equipe responsável pela área foi reforçada. Além disso, a instituição passou a contar com uma área responsável por monitorar o enquadramento dos fundos em seus limites legais e regulamentares.

92. Em síntese, a adoção dessas novas medidas, segundo a defesa, teria levado ao exitoso aperfeiçoamento dos procedimentos e controles internos da BNY Gestora, como verificado por ocasião da rejeição do pedido feito pelo Postalís em 13.6.2014 de investir em debêntures da XNice por intermédio do Fundo Pacific.

93. Por fim, a defesa reiterou as condições da proposta do termo de compromisso para que o presente processo seja arquivado. No caso de sua rejeição, requer a absolvição das defendentes de todas as imputações formuladas no Termo de Acusação. No entanto, caso as pessoas jurídicas sejam condenadas, a defesa requer que, na dosimetria, sejam levados em consideração: (i) a cooperação dos acusados durante a investigação, mediante o fornecimento de documentos e informações solicitadas; e (ii) os aprimoramentos realizados nos processos e controles internos das defendentes desde 2013.

### **VI – Da Distribuição do Processo**

94. Em reunião do Colegiado ocorrida no dia 24.5.2016, fui sorteado relator deste processo (fls. 535).

É o relatório.

Rio de Janeiro, 24 de julho de 2018.

Pablo Renteria

DIRETOR-RELATOR



## 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 Nº RJ2015/12087

Reg. Col. 0217/2016

**Acusados:** BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.  
BNY Administração de Ativos Ltda.  
José Carlos Lopes Xavier de Oliveira.

**Assunto:** Apurar responsabilidade do administrador fiduciário e do gestor de recursos, bem como do seu respectivo diretor responsável, pela suposta violação de deveres fiduciários (art. 65-A da Instrução CVM nº 409/2004).

**Diretor Relator:** Pablo Renteria

### VOTO

1. Cuida-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”) para apurar as responsabilidades da BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (“BNY Administradora” ou “Administradora”), da BNY Administração de Ativos Ltda. (“BNY Gestora” ou “Gestora”) e de José Carlos Lopes Xavier de Oliveira (“José Carlos” e, em conjunto com a BNY Gestora, “Acusados”), diretor responsável de ambas as instituições pelas atividades de administração do Pacific Fundo de Investimento Renda Fixa Crédito Privado (“Fundo Pacific” ou “Fundo”), em razão da suposta violação dos deveres fiduciários estabelecidos no art. 65-A da Instrução CVM nº 409/2004 (“Instrução 409”).





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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)

2. O presente processo trata da aquisição, em 28.11.2012, de debêntures de emissão da RO Participações S.A. (“ROPart”) pelo Fundo Pacific, pelo montante de R\$ 72 milhões. Cuida-se de fundo exclusivo, cujo único cotista era o São Bento Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Multimercado (“Fundo São Bento”), que, por sua vez, era exclusivo do Postalis – Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos (“Postalis”).
3. Dos recursos captados pela emissora, R\$ 60 milhões seriam utilizados para aquisição de 30% do capital social da Risk Office Consultoria Financeira Ltda. (“Risk Office”)<sup>1</sup> e R\$ 12 milhões seriam gastos com a emissão das debêntures, incluindo a contratação de consultorias.<sup>2</sup>
4. As debêntures foram emitidas com prazo de 15 (quinze) anos e a taxa de remuneração foi estabelecida pelo maior percentual entre: (i) IPCA + 6,5%; ou (ii) 10% de participação nos lucros da Risk Office.<sup>3</sup> A escritura de emissão previa ainda duas espécies de garantia: (i) cessão fiduciária dos créditos correspondentes ao fluxo de dividendos que a ROPart teria direito a receber da Risk Office; e (ii) a alienação fiduciária de ações de emissão da ROPart.
5. O relatório definitivo de **rating** (fls. 80 a 87) das debêntures emitidas pela ROPart, datado de 12.3.2013, classificou a operação com nota “A-”, que engloba “as operações [...] que apresentam ativos subjacentes com boas garantias primárias, secundárias e terciárias, com liquidez menor que as da faixa anterior e valor compatível com o valor do principal corrigido, acrescidos dos juros da obrigação. O risco de inadimplência é baixo”.
6. Ainda de acordo com o relatório de classificação de risco, a emissora era uma sociedade de propósito específico constituída em 20.6.2012, cujo objeto social consistia em (i) prestar serviços de consultoria financeira para a Risk Office, suas controladoras, controladas ou coligadas, e (ii) participar societariamente no capital da Risk Office durante o prazo de duração da ROPart, que era de 16 anos. O capital social da ROPart era de R\$ 800,00, representado por 800 ações, sendo 400 ações ordinárias e 400 ações preferenciais.

---

<sup>1</sup> De acordo com a cláusula 3.5.1 do Instrumento Particular de Escritura da 1ª Emissão de Debêntures da ROPart, R\$ 60 milhões seriam aplicados na subscrição e integralização de ações emitidas pela Risk Office, equivalente a 30% (trinta por cento) de seu capital social pós-investimento.

<sup>2</sup> Ver cláusula 3.5 do Instrumento Particular de Escritura da 1ª Emissão de Debêntures da ROPart, datado de 30.10.2012 (fls. 34 a 72).

<sup>3</sup> Ver cláusulas 4.7 e 4.9 da Escritura.



## 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)

7. Quanto à Risk Office, o relatório informava que se tratava de prestadora de serviços de consultoria para a gestão de riscos financeiros e operacionais, que possuía cerca de 340 clientes distribuídos por todo o território nacional, dos quais 47% eram entidades fechadas de previdência complementar. Ainda segundo o relatório, o objetivo do investimento da ROPart na Risk Office era adquirir participações acionárias em duas sociedades concorrentes, a serem definidas posteriormente.

8. De acordo com a acusação, a BNY Gestora decidiu investir volume considerável de recursos do Fundo Pacific, representativos de 60% do seu patrimônio líquido, na subscrição das debêntures emitidas pela ROPart, apesar de existirem diversas evidências de que o investimento seria contrário aos interesses do cotista. Ao agirem dessa maneira, teriam desrespeitado os seus deveres perante o Postalis.

9. Os Acusados, contudo, refutam os argumentos da área técnica da CVM e defendem a lisura da operação. Parte substancial deste processo é dedicada à análise dessa controvérsia. No entanto, as defesas suscitam duas questões que me parecem prejudiciais ao mérito da acusação e, por essa razão, são examinadas na sequência.

### **I – Das questões prejudiciais ao mérito**

#### **I.1 – Da responsabilidade da BNY Gestora pelo investimento**

10. A primeira diz respeito à identificação do responsável pelos atos de gestão do Fundo Pacific. José Carlos, diretor responsável pela administração de carteiras da BNY Gestora, afirma que não tinha poderes discricionários para negociar os ativos financeiros da carteira do Fundo. As decisões, segundo alega, eram tomadas pela diretoria do Postalis, que, desse modo, foi a responsável pela subscrição das debêntures emitidas pela ROPart. Acrescenta que a fundação era investidora qualificada, capaz de avaliar riscos e tomar decisões de investimento, dispensando as proteções conferidas aos demais investidores.

11. O argumento, contudo, não procede. O art. 3º do Regulamento do Fundo Pacific indicava claramente que a gestão profissional da carteira cabia à BNY Gestora, a quem eram concedidos “poderes para negociar, em nome do Fundo, os referidos títulos e valores



## 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)

mobiliários, observando as limitações impostas pelo presente regulamento, pela Administradora e pela regulamentação em vigor”.<sup>4</sup>

12. Por sua vez, a regulamentação vigente à época dos fatos estabelecia, de forma inequívoca, que o gestor era o responsável pelas decisões de investimento. Assim, nos termos do art. 56, § 2º, da Instrução CVM nº 409, de 2004, com a redação introduzida pela Instrução CVM nº 522, de 2012:

“Gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteira de valores mobiliários pela CVM, tendo o gestor poderes para I – negociar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros do fundo; (...)”.

13. Resta, assim, incontroverso que a BNY Gestora era, nos termos do regulamento e da legislação vigente, a pessoa habilitada a decidir sobre a aplicação dos recursos que compunham a carteira do Fundo Pacific. E nesse ponto não importa se os cotistas são qualificados, profissionais ou de varejo, pois, em qualquer cenário, cabe ao gestor desincumbir-se de seus deveres contratuais e regulamentares.

14. Aliás, sendo o cotista único entidade fechada de previdência complementar, era de se esperar que a gestora e o seu diretor responsável fossem especialmente ciosos de suas responsabilidades perante o Fundo, uma vez que tinham recebidos recursos que, em última análise, pertenciam a milhares de trabalhadores, pensionistas e aposentados. Nessa direção, subscrevo as palavras proferidas, em outro julgamento, pelo Diretor Gustavo Borba:

“(…) no caso em análise, a situação dos fundos exclusivos de investimento era ainda mais delicada em virtude de todas as “cotistas únicas” serem Entidades Fechadas de Previdência Complementar, de forma que os patrimônios em questão, administrados pelos gestores acusados, pertenciam, em essência e realidade, aos participantes desses fundos de previdência, ou seja, milhares de aposentados, pensionistas e trabalhadores vinculados, o que demandaria ainda maior cuidado e diligência por parte do gestor, posto que o representante do fundo que sugeriu o investimento não era sequer o real titular do patrimônio investido.”<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Fls. 91.

<sup>5</sup> PAS CVM 07/2012, julg. 7.3.2017, Dir. Rel. Gustavo Borba.



## 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)

15. Ademais, não se pode aceitar a alegação de que a ordem de subscrição tenha partido do cotista Postalis, haja vista os controles e salvaguardas previstas na regulamentação para evitar a movimentação da custódia dos ativos dos fundos de investimento por terceiro estranho à sua administração. Nessa direção, o art. 59, parágrafo único, inciso I, da mencionada Instrução 409 exigia a estipulação, nos contratos de custódia, de cláusula que previsse “que somente as ordens emitidas pelo administrador, pelo gestor ou por seus representantes legais ou mandatários, devidamente autorizado, podem ser acatadas pela instituição custodiante”.

16. Desse modo, ainda que se admitisse que o Postalis tivesse sugerido ou solicitado a subscrição das debêntures – o que sequer restou demonstrado nos autos, a decisão de aplicar R\$ 72.000.000,00 do Fundo Pacific nesse investimento somente poderia ter partido da BNY Gestora, que, repita-se, era a gestora autorizada pelo Regulamento a negociar os ativos financeiros do Fundo.

17. Convém observar que a regulamentação vigente à época dos fatos admitia, desde que preenchidas determinadas condições, que a entidade fechada de previdência complementar desempenhasse a gestão dos fundos de que fosse cotista único.<sup>6</sup> No entanto, no caso do Fundo Pacific, não foi esse o arranjo escolhido pelas partes envolvidas, que, em vez disso, optaram por atribuir a gestão à BNY Gestora, que, dessa forma, figurava como única responsável pelas decisões do Fundo.

18. A esse respeito, este Colegiado já teve a oportunidade de julgar caso semelhante, tendo consignado que:

“39. Ao decidir não realizar a delegação expressa, o que, inclusive, facilitaria a fiscalização das operações pela Secretária de Previdência Complementar (“SPC”), o Indiciado assumiu todos os deveres do gestor de fundos de investimentos e não pode alegar que, na prática, a gestão incumbiria a terceiro. Para que essa defesa fosse válida, além de fazer a prova (que não me parece ter sido feita), o Indiciado deveria ter formalizado a delegação na forma e no momento adequado, pois só assim os órgãos competentes (CVM e SPC) podem fiscalizar as atividades de seus jurisdicionados adequadamente. Isso não foi feito”.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> V. Deliberação nº 475/2004.

<sup>7</sup> PAS CVM RJ2005/8542, julg. 29.8.2006, trecho do voto da Dir. Rel. Pedro Marcilio Oliva de Souza.



## 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)

19. A regulamentação vigente também admitia que o cotista participasse da formulação das decisões de investimento do fundo, desde que por meio de estruturas de governança transparentes e previamente formalizadas no regulamento, que fossem capazes de assegurar a responsabilização de todos aqueles que, de fato, participassem do processo decisório.

20. Desse modo, se assim quisessem, a BNY Administradora, a Gestora ou o Postalis poderiam ter promovido a constituição de um comitê de investimentos, na forma prevista no art. 63 da Instrução 409, para receber sugestões do Postalis.<sup>8</sup> No entanto, ainda que admitido esse cenário hipotético, a palavra final sobre qualquer decisão de investimento caberia à BNY Gestora, pois, como previsto no art. 63, § 2º, da mesma Instrução, a presença de um conselho não exime o gestor de responsabilidade pelas operações da carteira do fundo.

21. No presente caso, contudo, o regulamento do Fundo Pacific sequer previa a constituição de algum comitê e, ao prestar esclarecimentos, a BNY Gestora informou que não conseguiu identificar em seus arquivos documentos que formalizassem a participação do cotista nas atividades de gestão. (fls. 360). Sendo assim, na falta de estruturas de governança adequadas, não se admite que o cotista exerça de outra forma influência sobre a gestão do fundo, valendo-se de canais opacos e informais, que não preservem a clara identificação dos responsáveis pelas decisões.<sup>9</sup>

22. Em suma, o que se vê no presente caso é que a gestão do Fundo Pacific era desempenhada pela BNY Gestora, que não estava autorizada a delegar essa função ao Postalis nem mesmo a receber deste últimos sugestões de investimento.

23. De mais a mais, a versão de José Carlos de que a responsabilidade cabia apenas ao Postalis é contraditória com os fatos apurados neste processo. Refiro-me ao episódio ocorrido em 2014 (fls. 233 a 263) no qual o Postalis solicitou à Gestora que adquirisse para a carteira

---

<sup>8</sup> Vale observar que, ainda que constituído o comitê, o gestor não se exime de responsabilidade pelas operações da carteira do fundo (Instrução CVM nº 409, art. 63, § 2º).

<sup>9</sup> “22. Em outras palavras, essas regras de governança viabilizam o exercício do poder de fiscalização e da responsabilização dos agentes que efetivamente tomam as decisões em nome de uma instituição ou, roubando o termo em inglês, se prestam a estabelecer uma estrutura adequada de *accountability*. (...) 37. Pelas razões expostas, eu acredito que a melhor interpretação das normas vigentes é que a ingerência direta dos cotistas nas decisões de investimento de um fundo, seja ele exclusivo ou não, deve acontecer por meio de estruturas de governança formalizadas, como comitês de investimento, ou órgãos assemelhados, para que se preserve a imputabilidade dos responsáveis pelas decisões e se possa averiguar a diligência que as cercou.” (PAS CVM nº 15/2008, julg. 28.2.2012, trecho do voto da Relatora Diretora Luciana Dias).



## 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)

do Pacific debêntures emitidas pela sociedade XNice Participações S.A. Após avaliar o investimento e identificar diversas fragilidades, a Gestora negou-se a efetuar a operação para o Fundo Pacific, por considerá-la prejudicial ao Fundo. A meu ver, essa recusa comprova, definitivamente, que a BNY Gestora tinha plena consciência da autonomia de que dispunha para gerir a carteira do Fundo. Em suma, era sua a responsabilidade pelas decisões de investimento do Fundo Pacific.

### **I.2 – Dos limites da atuação fiscalizadora da CVM**

24. A segunda questão prejudicial ao mérito diz respeito aos limites que devem ser observados pela CVM ao fiscalizar as decisões de investimento que são tomadas diuturnamente por gestores profissionais de carteiras de valores mobiliários.

25. As defesas alegam, em apertada síntese, que os precedentes deste Colegiado indicariam que não caberia à autarquia se imiscuir no mérito dessas decisões, tendo em vista a liberdade que deve ser assegurada ao gestor para, dentro dos limites da regulamentação, adotar a estratégia de investimento que, segundo o seu juízo profissional, considere mais acertada para frutificar a carteira do fundo.

26. Em suas linhas gerais, não discordo desse raciocínio. De fato, parece correto entender que, a princípio, o gestor age de boa-fé, tomando as decisões que, com base nas informações disponíveis, acredita serem as mais benéficas para os interesses dos cotistas. Além disso, as decisões se baseiam, não raro, em avaliações e conjecturas que, por mais fundamentadas que sejam, guardam sempre algum grau de subjetividade. E, sendo assim, não me parece justo nem salutar que a área técnica da CVM critique a atuação do gestor apenas porque, se estivesse em seu lugar, teria decidido de outra forma.

27. Vale ainda mencionar que a obrigação do gestor é de meios, sendo-lhe exigido que envide os seus melhores esforços em prol da valorização da carteira do fundo. O gestor não promete resultado nem pode ser responsabilizado pelo simples fato de ter tomada uma decisão que, ao final, contrariamente às suas expectativas, venha a ocasionar perdas ao fundo.

28. Nada obstante essas considerações, que me parecem acertadas, importa esclarecer que a CVM tem o dever de verificar se, ao tomar determinada decisão de investimento, o gestor agiu em conformidade com os deveres fiduciários que lhe são impostos pela regulamentação



## 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)

vigente. Não se trata, nesses casos, de fazer um juízo de valor sobre a qualidade do trabalho do gestor, mas de averiguar se há razões objetivas para entender que ele não agiu com a diligência devida, por ter deixado de adotar algum cuidado impositivo antes de consumir a operação, ou que ele cometeu deliberadamente um ato desleal, em detrimento dos interesses dos cotistas. Caso surjam essas evidências, a área técnica tem não só o poder como o dever de apurar as responsabilidades dos infratores, de modo a disciplinar o mercado e inibir a reiteração de comportamentos assemelhados.

29. Tal entendimento, diga-se por oportuno, não é nada inovador; ao reverso, vem sendo firmemente adotado por este Colegiado. É o que se verifica, inclusive, na decisão citada pelas defesas, na qual se estabeleceu a distinção entre, de um lado, o que se pode chamar de exame do mérito da decisão e, de outro, a averiguação do cumprimento do regulamento e dos deveres fiduciários:

“14. Mas acho necessário acrescentar que não me parece ser competência da área técnica, na acusação, **fazer considerações a respeito do mérito das decisões de investimento** – nível de risco do fundo (que seria ‘desnecessário’) ou sobre a qualidade da estratégia adotada pelo administrador – quando o administrador age amparado no regulamento do fundo **ou quando não se configura falta de lealdade de sua parte**. Digo isso mesmo se o resultado dessas decisões de investimento gerar perdas vultosas para o fundo. Decidir onde e quando investir é decisão do administrador, **que está sujeito às regras contratadas com os investidores e à obrigação de agir com zelo e visando ao interesse dos investidores** (além de obedecer às regras prudenciais e a outras específicas, sobre os investimentos, que estejam vigentes)” (grifou-se).<sup>10</sup>

30. Na mesma linha, consulte-se igualmente a seguinte decisão:

“não se trata aqui de a CVM verificar se as expectativas do administrador e do gestor quanto ao resultado do investimento se concretizaram ou não, mas sim de verificar se houve diligência na decisão tomada. Em última análise, trata-se de analisar se a decisão tomada observou o profissionalismo e a lealdade aos interesses do cliente exigidos pela regulamentação para a administração de recursos de terceiros”.<sup>11</sup>

<sup>10</sup> Voto de Maria Helena Santana no Processo Sancionador CVM nº RJ2005/8510, julgado em 4.4.2007.

<sup>11</sup> PAS CVM nº RJ2005/5442, julgado em 23.5.2007.



## 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)

31. Confira-se ainda a decisão em que este Colegiado firmou o entendimento de que “o administrador pode ser responsabilizado por falta de diligência e a averiguação da falta de diligência não se vê a partir do mérito da decisão, mas do processo que levou a ela”.<sup>12</sup>

32. Como se vê, portanto, este Colegiado já vem adotando parâmetros de julgamento que procuram, de um lado, proteger os costitas e o mercado em geral de condutas negligentes ou desleais e, de outro, preservar a atuação do gestor de uma ingerência excessiva do órgão regulador. A meu ver, esse regime não impõe aos gestores um fardo exagerado, pois, em qualquer caso, competirá à acusação o ônus de trazer aos autos provas que sejam capazes de demonstrar, de maneira incontrovertida, a infração aos deveres fiduciários. E se as provas colhidas se basearem no insucesso dos investimentos escolhidos pelo gestor ou em um juízo subjetivo sobre a qualidade do seu trabalho, a acusação não deverá prosperar.

33. Assim, à luz dessas considerações, parece-me que nada há de extravagante na acusação ora em julgamento. A SIN concluiu, com base nas provas colhidas, que os Acusados agiram deliberadamente contra os interesses do Postalis ao promoverem a subscrição pelo Fundo Pacific das debêntures emitidas pelo ROPart. Se a acusação é procedente ou não, cuida-se de questão de mérito, que será analisada em seguida.

## **II – Do exame da conduta da BNY Gestora**

### **II.1 – Incompatibilidade das características das debêntures com as condições usuais de mercado**

34. Passo então ao exame da conduta da BNY Gestora por ocasião da decisão de subscrição das debêntures emitidas pela ROPart. Nesse tocante, o primeiro ponto destacado pela SIN diz respeito às características das debêntures subscritas pelo Fundo Pacific, as quais apresentavam uma relação de retorno financeiro sobre risco destoante daquela observada em ativos similares disponíveis no mercado. Nessa direção, com base nos dados divulgados pela ANBIMA, a acusação ressalta que, ao tempo dos fatos apurados neste processo, a remuneração fixa atrelada às debêntures, equivalente a IPCA + 6,5%, era inferior ao de outros títulos com prazo igual ou até mesmo menor.<sup>13</sup> De outra parte, os títulos com remuneração

<sup>12</sup> PAS CVM RJ2005/8542, julg. 29.8.2006, trecho do voto da Dir. Rel. Pedro Marcilio Oliva de Souza.

<sup>13</sup> Fls. 384, 385, 394 e 395.





## 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)

semelhante apresentavam prazo significativamente inferior ao das debêntures, que, como já mencionado, era de 15 anos.<sup>14</sup>

35. Ademais, a SIN critica o fato de o investimento ter sido realizado sem a prévia análise da capacidade de geração de caixa da emissora ROPart ou da Risk Office. Desse modo, não estava disponível qualquer elemento que permitisse avaliar objetivamente a capacidade de solvência da emissora nem o retorno financeiro que se poderia esperar da cláusula da escritura de emissão que previa, em alternativa aos juros de IPCA + 6,5%, remuneração variável correspondente a 10% da participação nos lucros da Risk Office.

36. Essa deficiência é destacada pelo estudo técnico, denominado “Relatório de análise da emissão da debênture RO Participações S.A.”, que a BNY Administradora elaborou, antes da efetivação da subscrição, a pedido da BNY Gestora. Nesse documento, a BNY Administradora declarou que a referida remuneração variável havia sido desconsiderada em sua análise em razão, justamente, da ausência de dados que permitissem estimar o fluxo de caixa esperado. Assim se lê no referido parecer:

“Observamos que nessa análise desconsideramos a parcela referente a participação de até 10% nos lucros da Risk Office dado que não nos foi apresentado uma previsão de fluxo de caixa que fundamente uma estimativa deste prêmio” (fls. 280).

37. A ausência da prévia análise dos fluxos de caixa também coloca em xeque as garantias constituídas em favor do Fundo Pacific, vez que baseadas, exclusivamente, na saúde financeira das sociedades envolvidas. De fato, o exame da capacidade da ROPart em gerar resultado é imprescindível para a avaliação da segurança creditícia efetivamente proporcionada pela alienação fiduciária em garantia constituída sobre as ações integrantes de seu capital social. Do mesmo modo, a cessão fiduciária de créditos depende, fundamentalmente, do exame da estimação do fluxo de dividendos que a ROPart poderia esperar receber da Risk Office.

38. Os Acusados, contudo, sustentam que as condições de risco e retorno financeiro das debêntures estavam em sintonia com as de ativos similares disponíveis no mercado. Em relação ao vencimento de 15 (quinze) anos, alegam que 34,7% das debêntures emitidas entre

---

<sup>14</sup> Fls. 385 e 386.



## 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)

1.10.2012 e 30.10.2012 tiveram prazo médio de vencimento igual ou superior a 10 anos. Quanto à remuneração, afirmam que a taxa de juros estipulada, equivalente a 6,5% mais IPCA, estava próxima à média praticada no mercado à época, que era de 6,89%.

39. O argumento, porém, não procede. Não se pode avaliar o retorno financeiro atrelado ao título separadamente do seu **duration**. Ao contrário, o que importa é relação entre esses dois fatores, pois, como todos sabem, a remuneração ajustada no instrumento deve ser compatível com o seu nível de risco, o qual aumenta conforme o alongamento dos prazos de pagamento das prestações devidas.

40. Nesse tocante, portanto, a análise desenvolvida pela SIN não merece reparos. Como já exposto, as debêntures emitidas pela ROPart pagavam juros inferiores aos observados em títulos com prazo semelhante disponíveis no mercado. Significa dizer, por outras palavras, que, ao realizar o investimento, o Fundo Pacific passou a correr, injustificadamente, riscos que não foram devidamente remunerados.

41. Ainda esse respeito, os Acusados apresentam três argumentos adicionais. O primeiro é que a avaliação do retorno financeiro das debêntures não poderia ser feita sem levar em conta também a remuneração variável, equivalente a 10% da participação da emissora nos lucros da Risk Office. No entanto, quanto a esse ponto, já foi visto que essa remuneração variável era desprovida de substância econômica, uma vez que não estava amparada em qualquer análise quanto à estimativa de geração de caixa por parte da referida sociedade. Desse modo, não era dado à BNY Gestora avaliar se a Risk Office teria capacidade de gerar resultado em montante suficiente para compensar o risco incorrido em razão do prazo longo da dívida. A falta dessa evidência, repita-se, levou à BNY Administração a desconsiderá-la no seu estudo técnico sobre o investimento.

42. O segundo é que a decisão de investimento foi baseada em relatório de **rating**, que atribuiu às debêntures a nota “A-”. No entanto, as provas dos autos tornam incontestes que o argumento não é verdadeiro, pois a classificação de risco, a que se refere a defesa, foi elaborada em março de 2013, conforme se verifica das fls. 80 a 87, ou seja, meses depois de a subscrição ter sido efetuada. Aliás, o acima mencionado “Relatório de análise da emissão da debênture RO Participações S.A.”, preparado pela BNY Administração previamente à tomada de decisão, destacava a ausência de **rating** a respeito da emissão (fls. 283).



## 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)

43. Sendo posterior à operação, o mencionado relatório de **rating** é indiferente para a análise do processo de decisão de investimento. É irrelevante, em outras palavras, para avaliar se, conforme sustenta a acusação, a BNY Gestora faltou com seus deveres fiduciários ao subscrever, em nome do Fundo Pacific, as referidas debêntures.

44. Nada obstante, vale observar que o relatório contém erros grosseiros, que colocam em xeque a sua credibilidade. Em particular, o relatório mencionava a existência de garantia fidejussória vinculada às debêntures, descrita como “aval dos sócios controladores da ROPart e acionistas garantidores nos termos da Escritura”.

45. No entanto, tal garantia não existia, como reconhecido pela própria emissora, em manifestação dirigida à CVM em 6.5.2014,<sup>15</sup> com o seguinte teor:

“Ainda que conste no Relatório Definitivo de Rating elaborado pela LFRating a existência de aval pelos sócios controladores, a estrutura de garantia da emissão de debêntures é consubstanciada nos instrumentos disponibilizados no item 5 acima e não contempla aval pelos sócios controladores da ROPart”

46. Cuida-se, portanto, de informação inverídica, destinada a revestir o crédito de aparente robustez, elevando, indevidamente, a classificação de risco. Aliás, no relatório de revisão de **rating** emitido em 29.5.2014 (fls. 213 a 226), que rebaixou as debêntures para “BB”,<sup>16</sup> a menção à suposta garantia pessoal foi suprimida.

47. Outro argumento diz respeito ao fato de a decisão de investimento não se pautar apenas na análise do risco e do retorno financeiro do título, já que a relação risco/retorno representa apenas um dos critérios a serem adotados nas decisões de investimento em títulos de crédito privado. A defesa sustenta que tal critério não pode ser determinante para realização de uma operação, pois, desta forma, apenas os ativos com as melhores taxas poderiam ser negociados, tornando todos os demais ilíquidos.

48. Ao menos em tese, o argumento parece fazer algum sentido, mas, no presente caso, não passa de alegação vazia. Afinal, os Acusados não souberam apresentar qualquer

<sup>15</sup> Em resposta ao Ofício CVM/SFI/GFE-1/Nº017/2014 (fls. 190).

<sup>16</sup> De acordo com o relatório de revisão, a nota “BB” corresponde às “operações estruturadas que apresentam ativos subjacentes com garantias primárias, secundárias e terciárias com probabilidades de realização em valor menor que o valor do principal corrigido, acrescido dos juros. Risco de inadimplência possível” (fls. 213 a 226).



## 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)

justificativa plausível para a aquisição das debêntures emitidas pela ROPart, que pudesse superar os diversos inconvenientes desse investimento. Os Acusados se atêm a sustentar que, do ponto de vista financeiro, a subscrição era interessante para o Fundo Pacific, mas, pelas razões já apontadas, essa alegação não procede, já que, em verdade, as debêntures apresentavam características fora das condições usuais de mercado, que fizeram o Fundo Pacific incorrer riscos desnecessários, que não foram devidamente remunerados.

49. Por fim, a defesa argumenta que a área técnica teria analisado a operação à luz dos procedimentos estabelecidos no Ofício-Circular CVM/SIN nº 06/2014, os quais, contudo, são posteriores à aquisição das debêntures da ROPart.

50. Ocorre que tal Ofício não trouxe qualquer nova obrigação ao gestor, tendo sido mencionado apenas para ilustrar os cuidados recomendados na aquisição de títulos de crédito privados. Assim se lê na conclusão do Termo de Acusação:

“Em que pese o OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 6/2014 (fls. 267-280), acima citado, ser posterior à operação aqui analisada, 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.”

51. Vale dizer, portanto, que a Acusação não está baseada no descumprimento das orientações contidas no referido Ofício. Encontra-se, ao reverso, amparada nas diversas evidências de que nenhuma diligência foi realizada pelos Acusados para verificar a adequação entre o retorno financeiro e o perfil de risco das debêntures, considerando, inclusive, os demais títulos disponíveis para investimento no mercado. Trata-se de conduta sabidamente reprovável, que, por evidente, não exigia qualquer orientação prévia por parte desta autarquia.

### **II.2 Custos de emissão exorbitantes**

52. Outro aspecto da operação que, segundo a acusação, foi ignorado pela BNY Gestora, apesar de ser problemático, diz respeito ao suposto vulto dos custos de emissão. Dos R\$ 72.000.000,00 (setenta e dois milhões de reais) desembolsados pelo Fundo Pacific somente R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais) foram efetivamente destinados à subscrição das debêntures e, por consequência, ao objetivo do financiamento, que, como mencionado, era a aquisição de 30% da Risk Office.



## 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)

53. Conforme estabelecido na Cláusula 3.5. da escritura de emissão das debêntures, os R\$ 12.000.000,00 (doze milhões de reais) restantes foram destinados ao pagamento dos custos de emissão, que incluíam, entre outras despesas, o pagamento de consultorias. Assim se lê na referida Cláusula (fls. 42):

“3.5.1. Os recursos captados por meio da Oferta Restrita serão empregados da seguinte forma: (i) um montante equivalente a R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais) será aplicado, imediatamente quando da subscrição e integralização das Debêntures, na subscrição de ações emitidas pelo Risk Office, equivalentes a 30% (trinta por cento) de seu capital social total pós-investimento e (ii) um montante equivalente a até R\$ 12.000.000,00 (doze milhões de reais) será destinado ao pagamento das despesas incorridas com a contratação de consultorias e demais custos incorridos com a presente emissão”.

54. Quando instada a se manifestar, a emissora esclareceu que, em verdade, os custos atingiram o montante total de R\$ 13.181.741, equivalente a 18% do valor total da operação, dos quais R\$ 11.536.000 foram destinados ao pagamento de consultorias (fls. 193 a 197).

55. Por sua vez, a equipe de inspeção da CVM procedeu à comparação desses custos com aqueles usualmente observados em outras distribuições públicas de debêntures, tendo elaborado, para esse fim, o seguinte quadro:

Debêntures	Data de emissão	Total da emissão (R\$)	Custo da emissão (R\$)	% em relação ao valor total da emissão
Companhia de Telecomunicações do Brasil Central – Algar Telecom	15.09.12	293.985.000,00	4.436.973,11 <sup>17</sup>	1,51
Concessionária Auto Raposo Tavares S.A.	15.12.12	750.000.000,00	63.875.234,00 <sup>18</sup>	8,52
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A.	15.10.12	2.160.000.000,00	2.954.450,56	0,14

56. Em vista disso, a acusação concluiu que os custos incorridos na emissão das debêntures subscritas pelo Fundo Pacific eram exorbitantes quando comparados à média de mercado, que variava em torno de 0,14% e 8,52%, já considerando a remuneração variável

<sup>17</sup> Dos R\$ 4.436.973,11 do custo de emissão, R\$ 1.723.828,00 são devidos à Comissão de Sucesso que, conforme definido no prospecto, foi calculada em função da diferença entre a Taxa Teto das Debêntures e a Taxa Efetiva das Debêntures definida no Procedimento de **Bookbuilding**.

<sup>18</sup> Dos R\$ 63.875.234,00 do custo de emissão, R\$ 52.215.714,00 são devidos à Comissão de Sucesso que, conforme definido no prospecto, foi calculada com base no valor presente da economia gerada à Emissora pela redução das taxas de remuneração das Debêntures, calculada sobre a diferença entre a taxa final de remuneração aprovada no Procedimento de **Bookbuilding** em relação à taxa máxima aprovada em AGE.



## 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)

(comissão de sucesso). A discrepância, em realidade, seria ainda maior, visto que as debêntures emitidas pela ROPart foram ofertadas com esforços restritos de distribuição, nos termos da Instrução CVM nº 476/2009, enquanto as demais ofertas de debêntures, que serviram de comparação, foram distribuídas nos termos da Instrução CVM nº 400/2003, a qual, como se sabe, impõe custos de emissão mais elevados.

57. Os Acusados, porém, refutam a análise desenvolvida pela acusação. Alegam, em sentido diverso, que os custos somavam apenas R\$ 4.018.957,00, uma vez que a verba de R\$ 9.081.043,00 tinha natureza diversa, destinando-se ao pagamento de consultorias contratadas para auxiliar na aquisição, pela Risk Office, das duas sociedades concorrentes. Desse modo, os custos corresponderiam a 5,58% do valor total da operação, situando-se, portanto, dentro da média de mercado.

58. O argumento, contudo, não se mostra suficiente para afastar o mérito da acusação. Em primeiro lugar, convém observar que a aludida Cláusula 3.5, ao se referir às “despesas incorridas com a contratação de consultorias e demais custos incorridos com a presente Emissão” (grifou-se), confirma o entendimento da acusação de que as despesas com consultorias tinham natureza de custo de emissão.

59. De todo modo, ainda que se acolha o argumento de defesa de que a comparação realizada pela SFI não procede, por não serem as despesas de consultoria espécie de custo de distribuição, a referida Cláusula 3.5 permaneceria sendo absolutamente extravagante, pois estaria a introduzir um *tertium genus* de recursos levantados na oferta, que não seriam destinados à emissora nem constituíram custos da operação.

60. De duas uma: ou as despesas de consultoria se incluem entre os custos de emissão e, nesse caso, o montante total se mostra absolutamente exorbitante, ou traduzem uma forma exótica de destinação dos recursos da oferta. De um jeito ou de outro, a Cláusula foge completamente das práticas usuais de mercado e, por consequência, era mais um sinal de alerta quanto à higidez da operação.

61. Desse modo, ao examinar a escritura de emissão de debêntures e deparar-se com essa singular disposição contratual, a BNY Gestora deveria, em cumprimento aos seus deveres



## 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)

fiduciários, ter aprofundado a sua análise e adotado providências adicionais de modo a se assegurar que aquelas despesas, de fato, se justificavam.

62. Caso tivesse agido dessa maneira, a BNY Gestora teria, sem maiores dificuldades, identificado que as firmas de consultoria eram pessoas relacionadas a A.M.P.M, diretor e sócio da ROPart, titular de 50% do seu capital social (fls. 198 a 203). Com efeito, a Credpag Consultoria e Serviços Financeiros Ltda., que embolsou R\$ 2.500.000 (dois milhões e quinhentos mil reais) dos recursos do Fundo Pacific, tinha por sócio M.O.L.F, o qual, a seu turno, era diretor da Alubam Participações S.A., cujo diretor presidente era, justamente, A.M.P.M.

63. Por sua vez, a Laber Serviços Empresariais Ltda. (“Laber”), que recebeu R\$ 2.636.000 (dois milhões e seiscentos e trinta e seis mil reais), tinha por sócio administrador A.L., que também era sócio de A.M.P.M na Genève Investimentos Ltda., sociedade que, em 27.6.2013, se tornaria titular da totalidade das ações de emissão da ROPart (fls. 125).

64. Todas essas evidências, em suma, justificariam a adoção de cuidados redobrados por parte da BNY Gestora, que, antes de subscrever as debêntures, deveria ter se certificado que os trabalhos de consultoria, assim como a escolha das firmas contratadas, eram justificados. Somente dessa maneira a BNY Gestora teria se desincumbindo do dever de zelar pela proteção dos recursos financeiros que lhe foram confiados pelo Postalís.

65. No entanto, a BNY Gestora seguiu em frente com a subscrição sem adotar providência alguma sobre as despesas de consultoria previstas na Cláusula 3.5 da escritura de emissão, não obstante, como já exposto, o caráter atípico dessa condição contratual.

### **II.3 Desconsideração do estudo técnico emitido pela BNY Administradora**

66. De outra parte, a Acusação critica o fato de a BNY Gestora ter decidido subscrever as debêntures, contrariamente à recomendação manifestada pela BNY Administradora no já mencionado “Relatório de análise da emissão da debênture RO Participações S.A.”. Tal estudo foi recebido pela Gestora em 26.10.2012 (fls. 280 a 283), antes de efetivada a subscrição, contendo conclusão desfavorável ao investimento. Assim se lê no referido documento:



## 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)

“Entendemos que a taxa de emissão do título analisado não encontra-se nos patamares de risco encontrados no mercado para o prazo em questão. A empresa RiskOffice (Investimento da RO Participações) por se tratar de uma empresa de serviços e portanto sem ativos reais que garantam a operação possui risco relativamente maior que as emissões utilizadas como referência e descritas acima. Observamos que nessa análise desconsideramos a parcela referente a participação de até 10% nos lucros da RiskOffice dado que não nos foi apresentado uma previsão de fluxo de caixa que fundamente uma estimativa deste prêmio” (fls. 283).

67. Ademais, ao encaminhar o estudo a José Carlos, diretor responsável da BNY Gestora, a equipe da BNY Administradora enfatizou que: “a conclusão da área de crédito é que a taxa de emissão de 6,5% não é compatível com as características do título. Dado que não temos nenhuma informação sobre a situação financeira da Risk Office (ativo objeto) fizemos uma análise comparativa com as taxas de negociação divulgadas hoje na ANBIMA”.

68. Ou seja, previamente à subscrição, a Administradora já havia identificado, tempestivamente, o problema que viria a ser confirmado pela análise da CVM no curso deste processo, qual seja, que as debêntures emitidas pela ROPart ofereciam remuneração incompatível com o seu perfil de risco, destoando, portanto, das condições usuais de mercado. Em outras palavras, a Administradora havia alertado, de forma clara e direta, que o investimento, se efetivado, seria contrário aos interesses do cotista da Postalís.

69. Nada obstante, conforme declaração prestada aos autos pela BNY Gestora (fls. 314), o parecer da Administradora foi desconsiderado e, contrariamente à recomendação ali contida, o investimento foi consumado.

70. Cuida-se, a meu ver, de fato que se reveste de especial gravidade, uma vez que revela que a BNY Gestora estava plenamente informada das razões técnicas que desaconselhavam a subscrição das debêntures pelo Fundo Pacific. A decisão de investimento, portanto, foi um ato consciente e deliberado.

71. Nessa mesma direção, cumpre sublinhar outro ponto relevante da comunicação enviada pela BNY Administradora. Refiro-me aos destaques, contidos tanto no corpo da mensagem como no estudo técnico, acerca da ausência de informação sobre a situação financeira da Risk Office, o que, como já dito neste voto, inviabilizava a análise técnica da solvência da emissora, da remuneração variável e das garantias previstas na escritura. Tal fato





## 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)

evidencia, uma vez mais, que a BNY Gestora decidiu realizar o investimento, muito embora estivesse ciente de que faltavam informações imprescindíveis para a avaliação séria e adequada das características das debêntures de emissão da ROPart.

72. Em sua defesa, o diretor responsável da BNY Gestora, José Carlos, alega que, ao examinar o referido relatório produzido pela BNY Administradora, percebeu omissão importante, já que desconsiderava a parcela de remuneração referente à participação de até 10% (dez por cento) nos lucros da Risk Office. Por essa razão, recomendou a sua revisão. A nova versão do parecer teria amparado a subscrição de debêntures, uma vez que havia alcançado conclusão diversa, favorável à subscrição das debêntures.

73. No entanto, a afirmação não condiz com a verdade. As provas dos autos demonstram que o segundo relatório, a que se refere o acusado, foi maquinado tempos depois da subscrição, com o objetivo de revestir a operação de aparente legitimidade, diante dos questionamentos que passaram a ser suscitados pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (“PREVIC”), que havia instaurado procedimento administrativo para averiguar os investimentos realizados com recursos do Postalís.

74. Assim, segundo a cronologia dos fatos, o Postalís solicitou, em 17.9.2013, esclarecimentos acerca da viabilidade financeira do investimento relativo à subscrição das debêntures emitidas pela ROPart (fls. 314). Em resposta, a BNY Ativos encaminhou ao Postalís quadro com análise e condições do mercado. (fls. 327 e 328). Nova solicitação foi feita em 10.10.2013, por meio da remessa à BNY Gestora de requisição de informações proveniente da PREVIC (fls. 314). Nesse momento surge o aludido relatório, tendo sido enviado pela Gestora em 31.10.2013, em resposta à demanda proveniente do Postalís (fls. 314).<sup>19</sup>

75. A esse respeito, em manifestação dirigida à CVM, a BNY Gestora reconheceu que “o referido relatório foi elaborado pelo BNY Mellon Ativos em outubro de 2013 [...]. Este relatório foi elaborado em resposta a um questionamento que recebemos do cotista do Fundo”

---

<sup>19</sup> De acordo com a BNY Mellon, o “Relatório de Análise da Emissão da Debênture da RO Participações S.A.” enviado em 31.10.2013 é bastante semelhante ao encaminhado em 7.10.2013, também contendo conclusão favorável à aquisição das Debêntures, com a adição de algumas pequenas modificações de redação e a inclusão de assinatura de procuradores do BNY Mellon Ativos (fls. 315). A BNY Gestora classificou o relatório de 31.10.2013 como versão final (fls. 362).



## 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)

(fls. 183). Tal fato foi confirmado também pelo **Chief Operating Officer** da BNY Administradora em depoimento prestado a esta Autarquia.<sup>20</sup>

76. Ademais, quando confrontado com a versão original, o segundo relatório apresenta equívocos graves e flagrantes. Assim, constata-se que a nova conclusão, favorável à subscrição das debêntures, foi justificada na avaliação positiva da remuneração variável, baseada no resultado financeiro da Risk Office. Nesse sentido, lê-se ao final do estudo que:

“considerando as taxas de mercado analisadas (e spread de risco acima da NTN) e o **upside** proporcionado pela participação de até 10% nos lucros da Empresa, concluímos que a emissão em questão está compatível com o risco da operação”.

77. No entanto, assim como a primeira versão, o segundo relatório não continha a análise de qualquer dado financeiro da Risk Office que permitisse avaliar a sua capacidade de geração de caixa. Ou seja, o alegado “**upside**” atribuído à remuneração variável não estava amparado em qualquer análise técnica, de modo que não havia fundamento para a alteração da conclusão.

78. De outra parte, verifica-se, na segunda versão do relatório, a menção a uma suposta garantia fidejussória vinculada às debêntures, descrita como “aval dos sócios controladores da emissora”. No entanto, como já se disse neste voto, tal garantia sequer existia.

79. Feitos tais esclarecimentos, conclui-se, portanto, que o segundo relatório foi elaborado em momento posterior à subscrição das debêntures, sendo, por isso mesmo, irrelevante para o exame da conduta dos Acusados ao longo do processo decisório que culminou na realização do investimento. Em realidade, se há alguma coisa que esse relatório evidencia é a tentativa maliciosa da BNY Gestora e de seu diretor responsável de induzir em erro o órgão fiscalizador das entidades fechadas de previdência complementar, por meio do fornecimento de informações falsas e inconsistentes, destinadas a dissimular as irregularidades que cercaram a decisão de aplicar parte substancial dos recursos do Fundo Pacific na subscrição das debêntures emitidas pela ROpart.

### **II.4 Infração ao dever de lealdade pela BNY Gestora**

---

<sup>20</sup> Declaração de S.L.B.B., C.O.O. da BNY Administradora, em depoimento datado de 27.6.2014 (fls. 205 e 206).



## 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)

80. Em suma, à luz de tudo quanto se disse acima, constata-se que a decisão de investimento foi marcada por vícios graves e flagrantes. Com efeito, a incompatibilidade das debêntures com as condições usuais de mercado, o caráter exótico da cláusula que destinava recursos da oferta à contratação de consultores relacionados à emissora, a ausência de análise técnica da solvência da emissora, das garantias constituídas e da remuneração variável baseada na participação nos lucros da Risk office, a falta de prévia classificação de risco dos títulos e, enfim, a desconsideração do estudo da BNY Administração com conclusão desfavorável à realização da operação, evidenciam que a subscrição das debêntures resultou de um processo decisório incompatível com os deveres fiduciários que, nos termos da regulamentação vigente, vinculavam o gestor ao cotista do fundo.

81. Mais precisamente, o conjunto de provas dos autos – e notadamente o fato de o estudo da BNY Administradora ter emitido parecer contrário à operação – demonstra que a Gestora tinha pleno conhecimento de que o investimento, se efetivado, seria contrário aos interesses do cotista Postalis. Disso decorre que a decisão de investir foi um ato consciente e deliberado, que configura, em linha com o exposto na acusação, infração ao dever de lealdade, a que se refere o art. 65-A da Instrução CVM nº 409, de 2004, vigente à época dos fatos.

82. Nesse tocante, 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 Postalis.

83. Os argumentos carecem de fundamento jurídico. 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 acidental e eventual, vez que não integra o tipo correspondente à infração.



## 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)

84. Do mesmo modo, a regulamentação da CVM não exige a prova do dano e de sua extensão para a configuração da deslealdade do gestor ou administrador.<sup>21</sup> Vale aqui lembrar que, neste julgamento, apura-se a responsabilidade administrativa dos Acusados, a qual, diferentemente da responsabilidade civil, não tem por finalidade a reparação de prejuízos. Em vez disso, destina-se a reprimir condutas desviantes das normas que regem o funcionamento do mercado de valores mobiliários. Por isso, e ressalvadas situações específicas, as infrações administrativas não supõem a produção de dano.

85. De todo modo, diferentemente do alegado pela defesa, verifica-se, a partir dos elementos constantes dos autos, que a subscrição das debêntures emitidas pela ROPart ocasionou prejuízos ao cotista Postalís. Isto porque os títulos foram adquiridos em 28.11.2012 por R\$ 72.000.000,00 (setenta e dois milhões de reais) e mantidos na carteira do Fundo Pacific sem fazer jus a qualquer remuneração até 8.7.2014, quando foram resgatados por R\$ 69.803.296,02 (sessenta e nove milhões, oitocentos e três mil, duzentos e noventa e seis reais, e dois centavos). Constata-se, portanto, que o investimento resultou em perda patrimonial equivalente a R\$ 2.196.703,98 (dois milhões, cento e noventa e seis mil, setecentos e três reais, e noventa e oito centavos).<sup>22</sup>

86. Em suma, por todo o exposto, entendo que a decisão de aplicar os recursos do Fundo Pacific na subscrição das debêntures emitidas pela ROPart constitui violação ao dever de lealdade por parte da BNY Gestora, em infração ao disposto no art. 65-A da Instrução CVM nº 409, de 2004, vigente à época dos fatos.

### **III - Da responsabilidade do diretor responsável**

87. Além da BNY Gestora, também deve ser responsabilizado o diretor responsável, nos termos do art. 7º, II, da Instrução CVM nº 306, de 1999, pela atividade de administração de carteira da instituição. À época dos fatos, tal cargo era ocupado pelo acusado José Carlos.

<sup>21</sup> Diga-se por oportuno que, também no âmbito do direito das companhias, prevalece o entendimento de que o ato desleal do administrador prescinde, para sua configuração, a produção de dano: “O art. 155 da Lei nº 6.404/76 não reclama, para a caracterização de violação ao dever de lealdade, a superveniência de prejuízo, elemento este que não integra o tipo em questão, conforme se verifica da leitura de seus dispositivos”. PAS CVM 01/2009, julg. 2.6.2015, trecho do voto do Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

<sup>22</sup> Equivalente a R\$ 2.778.453,36, quando atualizado pelo IGP-M no período compreendido entre agosto de 2014 e junho de 2018. IGP-M obtido na ferramenta calculadora do cidadão, disponível em <http://www.bcb.gov.br>.



## 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)

88. O defendente, contudo, contesta a sua responsabilidade pessoal sob a alegação de que os atos praticados pela BNY Gestora somente poderiam ser imputados à própria pessoa jurídica. Argumenta, ademais, que a acusação não teria conseguido apontar uma conduta específica e culposa da sua parte, de modo que não se poderia admitir, em sede administrativa, a responsabilidade objetiva e solidária por decisões tomadas pela sociedade gestora.

89. O argumento, contudo, não procede. Ao assumir o cargo na BNY Gestora, José Carlos tinha plena ciência do regime jurídico a que se submetia. A Instrução CVM nº 306, editada há quase vinte anos, exigia de cada gestora a nomeação de um diretor encarregado de zelar pelo cumprimento da legislação e do regulamento dos fundos.<sup>23</sup> Cuida-se de uma característica estruturante da regulação da indústria de administração de carteiras, plenamente conhecida de todos os seus participantes.

90. Como este Colegiado já teve a oportunidade de esclarecer em julgamento realizado em 9.8.2011:

“A lógica de se estabelecer focos de responsabilização – diretores responsáveis por atividades específicas – é a de criar não apenas centros de imputação de responsabilidades, de modo que estas não fiquem sempre diluídas na pessoa jurídica, mas também a de, com isso, criar estímulos para a conduta diligente – ou protetiva – dos administradores designados para aquelas funções”.<sup>24</sup>

91. Em outra oportunidade, destacou-se na mesma direção que:

“12. A nomeação de um diretor responsável perante a CVM é um mecanismo cuja finalidade é a criação de um núcleo de imputabilidade nos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários. Aos diretores é atribuída a qualidade de centros de imputação de responsabilidade. Esses diretores têm plena ciência desta qualidade quando assumem os respectivos cargos. Trata-se de uma estratégia regulatória legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas desses prestadores de serviços, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, provenientes da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição”.<sup>25</sup>

<sup>23</sup> Tal exigência encontra-se atualmente prevista na Instrução CVM nº 558/2015.

<sup>24</sup> PAS CVM RJ2010/9129, julg. 9.8.2011, trecho do voto do Dir. Rel. Otavio Yazbek.

<sup>25</sup> PAS CVM 08/2004, julg. 6.12.2012, trecho do voto da Dir. Rel. Luciana Dias.



## 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)

92. Diferentemente do alegado pela defesa, a responsabilidade do diretor responsável não é objetiva nem solidária ao da sociedade gestora. Ao reverso, afigura-se pessoal e subjetiva, pois o diretor responde apenas nos limites da sua culpa, não sendo passível de punição caso reste demonstrado nos autos que tenha adotado as providências cabíveis para evitar a produção da irregularidade. Nessa direção, confira-se a decisão abaixo transcrita:

“[...] como diretor responsável, pessoa que existe na regulamentação exatamente para assegurar em nome da pessoa jurídica, que evidentemente não tem vontades, que as normas aplicáveis sejam por ela respeitadas, o diretor responsável só poderia ser eximido de culpa no caso em que ficasse demonstrado que ele tomou cuidados e providências para garantir o cumprimento dessas obrigações, que apesar de sua atuação não teriam sido seguidas.”<sup>26</sup>

93. No mesmo sentido, posicionou-se este Colegiado no julgamento do já mencionado PAS 08/2004, como se vê do seguinte trecho do voto da Relatora:

“13. A responsabilização dos centros de imputação muitas vezes prescinde da individualização específica da conduta. Essa estratégia, porém, está longe do instituto da responsabilidade objetiva, em que a avaliação da culpa ou do dolo do indivíduo é dispensável. O diretor responsável sempre pode comprovar que promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos foram satisfatoriamente implementados e o diretor provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade do diretor.”

94. No caso ora em apreço, abundam as provas acerca da participação direta de José Carlos na decisão de subscrever, com os recursos do Fundo Pacific, as debêntures emitidas pela ROPart, a despeito das evidências que indicavam que, se efetivada, a operação seria contrária aos interesses do Postalis.

95. O próprio acusado admitiu, em sua defesa, que atuava de forma ativa no acompanhamento das carteiras dos veículos de investimento do Postalis, dada a importância comercial da fundação para o Grupo BNY.<sup>27</sup> Também reconheceu que teve acesso ao

<sup>26</sup> PAS CVM RJ2005/8510, julg. 4.4.2007, trecho do voto da Dir. Rel. Maria Helena Santana.

<sup>27</sup> José Carlos afirma em sua defesa que “O Postalis, à época dos fatos tratados no presente Processo Administrativo, era o principal cliente da BNY Mellon em termos de geração de receita para a empresa e, por isso, o Requerente participava mais ativamente nas aplicações realizadas por seus veículos de investimento” (fls. 449).



## 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)

conteúdo do “Relatório de análise da emissão da debênture RO Participações S.A.”, que, como já mencionado neste voto, continha recomendação desfavorável à realização da subscrição.

96. De acordo com manifestação da Gestora e da Administradora,<sup>28</sup> “(...) José Carlos de Oliveira, desconsiderando a referida recomendação, tomou a decisão que fez com que o Pacific adquirisse as Debêntures em 28.11.2012”. Em outro trecho de sua manifestação, a BNY Mellon afirma que “é incontroverso que a decisão final a favor da aquisição das Debêntures pelo Pacific foi tomada pelo Sr. José Carlos de Oliveira (...)”.

97. O próprio José Carlos afirmou em seu depoimento<sup>29</sup> que: “[as oportunidades de investimento] eram submetidos à área técnica da [BNY] Administradora para estudo e elaboração de relatório que suportasse a decisão de investimento” e que “após análise do material produzido pela área técnica, a decisão final para a aquisição dos ativos era sua”.

98. A esse respeito, a BNY Gestora esclareceu que “a decisão a favor da compra da Debênture foi tomada pelo Sr. José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, diretor responsável pela BNY Mellon Ativos, em novembro de 2012” (fls. 362).

99. Sendo assim, tem-se nos autos conjunto probatório robusto, que permite concluir que José Carlos tinha pleno conhecimento de que:

- (i) as debêntures ofereciam remuneração abaixo das condições de mercado;
- (ii) não havia dados disponíveis para avaliar a solvência da emissora, as garantias fiduciárias vinculadas às debêntures e a remuneração variável baseada na participação nos lucros da Risk Office;
- (iii) não havia relatório de **rating** dos riscos de títulos; e
- (iv) a equipe técnica da BNY Administradora havia emitido parecer contrário à realização da operação, por entender que as debêntures não ofereciam remuneração compatível com o seu perfil de risco.

<sup>28</sup> Manifestação prévia no âmbito do Processo CVM nº RJ2014/923, em resposta aos Ofícios nºs 858 e 859/2015/CVM/SIN/GIA (fls. 311 a 320).

<sup>29</sup> Termo de Declarações de 24.7.2014 (fls. 207 a 209).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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)

100. E a despeito disso tudo, José Carlos consentiu com a aplicação de parte substancial dos recursos do Fundo Pacific na subscrição das debêntures. A meu ver, resta claro que o acusado agiu de maneira consciente e deliberada contra os interesses do Postalis, faltando com a lealdade devida ao cotista.

### **IV – Da responsabilidade da BNY Administradora**

101. Passo, enfim, à análise da acusação formulada em face de BNY Administradora. De acordo com a SIN, a instituição não teria agido de forma diligente na administração do Fundo Pacific, uma vez que teria deixado de adotar medidas adicionais para verificar se a decisão de adquirir as debêntures da ROPart estava embasada em critérios técnicos.

102. No entanto, a acusação não indica quais seriam essas medidas e, após refletir sobre o caso, também não consegui identificar a suposta omissão que se procura atribuir à BNY Administradora. Note-se que a Administradora procedeu à análise técnica do investimento, elaborando o já referido relatório, muito embora não estivesse obrigada a tanto nos termos da regulamentação então vigente, o que me parece ser uma demonstração de diligência. Como se sabe, a recomendação contida nesse estudo, contrária à realização do investimento, não foi acatada, mas tal fato somente pode ser imputado à BNY Gestora e ao seu diretor responsável, a quem havia sido confiada a gestão da carteira do Fundo Pacific.

103. Em definitivo, e considerando os limites das atividades inerentes à função de administração fiduciária, entendo que, no caso em apreço, a BNY Administradora não deixou de adotar alguma medida que se poderia considerar impositiva em razão do seu dever de diligência.

104. Não obstante, cumpre ressaltar, para fins de orientação ao mercado, que se fatos semelhantes aos apurados neste processo tivessem ocorrido já sob a égide da Instrução CVM nº 558/2015, caberia à instituição encarregada da administração do fundo comunicar tempestivamente à CVM os indícios de violação aos deveres fiduciários que haviam sido identificados, em cumprimento ao dever estabelecido no art. 16, VIII, da referida Instrução.<sup>30</sup>

---

<sup>30</sup> “Art. 16. O administrador de carteira de valores mobiliários deve: (...) VIII – informar à CVM sempre que verifique, no exercício das suas atribuições, a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumbe à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 10 (dez) dias úteis da ocorrência ou identificação; (...)”.





## 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)

Tal dever, contudo, não se encontrava previsto na Instrução CVM nº 306, de 1999, que vigorava ao tempo dos fatos examinados nos autos deste processo.

105. Em suma, pelas razões expostas acima, entendo que a BNY Administradora e o seu diretor responsável José Carlos devem ser absolvidos da acusação de infração ao disposto no art. 65-A da Instrução 409, de 2004.

### **V – Das Conclusões**

106. Passo, enfim, às conclusões do meu voto. As infrações cometidas pela BNY Gestora e por seu diretor responsável José Carlos são especialmente graves. A uma, porque a subscrição das debêntures emitidas pela ROPart envolveu volume significativo de recursos do Fundo Pacific, correspondentes a 60% do seu patrimônio líquido, tendo ocasionado prejuízos da ordem de dois milhões de reais.

107. A duas, porque ambos os acusados agiram contra os interesses do Postalis, atingindo, portanto, milhares de participantes dos planos administrados por aquela fundação. Ao agirem de maneira desleal na gestão do Fundo Pacific, os Acusados atentaram, a uma só tempo, contra a hígidez do mercado de valores mobiliários e a integridade do sistema previdenciário.

108. Há ainda uma terceira circunstância agravante. Como exposto neste voto, meses depois de efetuada a subscrição, foi elaborado pela BNY Gestora, a pedido do diretor responsável, um segundo relatório de análise das debêntures, que, diferentemente da versão original, continha conclusão favorável ao investimento. O documento, como visto, continha inconsistências e informações falsas, mas foi encaminhado à PREVIC. Além disso, José Carlos sustentou perante a CVM que esse segundo relatório já existia ao tempo da tomada de decisão de investimento, o que, contudo, não condiz com a verdade, conforme restou demonstrado nos autos.

109. Ou seja, o acusado simulou a existência de um parecer ao tempo da operação, que supostamente teria embasado a decisão de subscrever as debêntures, mas que, em realidade, foi fabricado *a posteriori* para induzir em erro os órgãos fiscalizadores. Cuida-se, a meu ver, de atitude especialmente reprovável, uma vez que destinada a dificultar a atuação dos órgãos de fiscalização, mediante a ocultação dos ilícitos cometidos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª 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)

110. Embora a BNY Gestora tenha participado da elaboração do segundo relatório, entendo que a sua penalidade não deve ser agravada por esse fato, uma vez que ela reconheceu que o documento havia sido preparado em 2013, tendo, assim, colaborado com as investigações da CVM.

111. Cumpre mencionar, por fim, que constam do histórico de José Carlos duas condenações definitivas, que, de modo semelhante ao observado no presente processo, foram motivadas por infrações aos deveres fiduciários estabelecidos no art. 65-A da Instrução CVM nº 409, de 2004.<sup>31</sup> Como o trânsito em julgado de ambas ocorreu após os fatos apurados neste processo, não resta configurada a reincidência. No entanto, em linha com a jurisprudência dos tribunais superiores,<sup>32</sup> as sanções sofridas serão consideradas na dosimetria da pena, uma vez que demonstram a propensão do acusado à reiterada violação da relação fiduciária com cotistas de fundos de investimento.

112. Assim, por todo o exposto, voto, com base no art. 11, IV, da Lei nº 6.385, de 1976, com a redação vigente à época dos fatos, pela inabilitação por 3 (três) anos de **José Carlos Lopes Xavier de Oliveira** para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários.

113. Quanto à dosimetria da penalidade a ser aplicada à BNY Gestora, convém observar, além das circunstâncias já indicadas acima, que a referida instituição obteve, em 19.7.2016, o cancelamento do seu registro de administrador de carteira junto à CVM, de modo que só se mostra pertinente, neste caso, a cominação de multa pecuniária. Nesse tocante, considerando

---

<sup>31</sup> PAS CVM nº RJ2012/12201, julgado em 4.8.2015, tendo sido aplicada ao acusado multa no valor de R\$ 200.000,00, por infração aos artigos 65, XV, c/c o art. 65-A, I, e 88, §1º, da Instrução CVM nº 409/2004. A punição foi mantida, em segunda instância, na 397ª Sessão de Julgamento do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”), em 29.11.2016. A segunda condenação se deu no âmbito Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/04517, julgado em 17.12.2013, tendo sido cominada ao acusado multa no valor de R\$ 25.000,00, por infração aos arts. 65, inciso XV e 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004. Tal punição foi mantida em segunda instância, na 400ª Sessão de Julgamento do CRSFN, em 14.3.2017.

<sup>32</sup> Tese de Repercussão Geral nº 129 do STF (Acórdão Paradigma nº RE 591.054/SC) “A existência de inquéritos policiais ou de ações penais sem trânsito em julgado não pode ser considerada como maus antecedentes para fins de dosimetria da pena”; Súmula nº 444 do STJ “É vedada a utilização de inquéritos policiais e ações penais em curso para agravar a pena-base. HC n. 274.280/SP, STJ. 6ª Turma, Min. Ericson Maranhão (Desembargador convocado do TJ/SP), DJe 19.02.2015) e AgRg no AREsp 363018 / SP, STJ. 5ª Turma, Min. Moura Ribeiro, DJe 21.02.2014.



## 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)

o porte da instituição à época dos fatos e considerando ainda, como exposto neste voto, que o Postalis era um dos seus maiores clientes, responsável por parte significativa de sua receita operacional, entendo que a multa deva ser definida em patamar suficiente para desestimular a prática de condutas semelhantes, de maneira a produzir o efeito pedagógico que dela se espera.

114. Assim, voto, com base no art. 11, II, e § 1º, II, da Lei nº 6.385, de 1976, com a redação vigente à época dos fatos, pela condenação de **BNY Administração de Ativos Ltda.** ao pagamento de penalidade pecuniária no montante de R\$ 7.200.000,00 (sete milhões e duzentos mil reais), equivalente a 10% do valor da operação irregular.

115. Voto, ainda, pelas razões expostos neste voto, pela absolvição de **BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.**, e de **José Carlos Lopes Xavier de Oliveira**, na qualidade de diretor responsável daquela instituição, da acusação de infração ao disposto no art. 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004.

116. Por fim, proponho que o resultado deste julgamento seja comunicado à Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro e à Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC, em complemento aos Ofícios CVM/SGE/Nº028/2015 (fls. 353) e CVM/SGE/Nº029/2015 (fls. 354), para adoção das providências que julgarem cabíveis no âmbito de suas respectivas competências.

É como voto.

Rio de Janeiro, 24 de julho de 2018.

Pablo Renteria

DIRETOR-RELATOR