

**EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO  
SANCIONADOR CVM nº RJ2014/4068**

Acusados: Diferencial Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (em liquidação extrajudicial).

Leonardo Paes Borba

Ementa: Descumprimento dos deveres de diligência e lealdade na gestão de fundo de investimento. Multa e proibição temporária.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu:

1. Preliminarmente, rejeitar as arguições da defesa de:

- 1.1. Exclusão da Diferencial CTVM S.A. do presente processo; e
- 1.2. Suposta falta de efeito preventivo no caso de uma eventual condenação.

Ainda em fase preliminar, rejeitar o requerimento de produção de prova oral feito pelo acusado Leonardo Paes Borba.

2. No mérito, nos termos do art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/76:

- 2.1. Aplicar à **Diferencial Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.** a penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00**, por faltar com os seus deveres de diligência e de lealdade para com os cotistas ao adquirir Letras Financeiras a preços superiores aos praticados em outras operações com os mesmos ativos, bem como por adquirir Cédulas de Crédito Imobiliário com o uso de avaliação de *rating* preliminar e com prazo de validade vencido, em violação ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004.
- 2.2. Aplicar ao acusado **Leonardo Paes Borba a penalidade de proibição temporária, pelo prazo de 15 anos, para atuar como administrador de carteiras de valores mobiliários**, por faltar com os seus deveres de diligência e de lealdade para com os cotistas ao adquirir Letras Financeiras a preços superiores aos praticados em outras operações com os mesmos ativos, bem como por adquirir Cédulas de Crédito Imobiliário com o uso de avaliação de *rating* preliminar e com prazo de validade vencido, em violação ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008, 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. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

Ausentes os acusados e o representante constituído.

Presente a Procuradora-federal Danielle Barbosa, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Relator, Gustavo Tavares Borba, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 26 de abril de 2016.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes  
Diretor-Relator

Leonardo P. Gomes Pereira  
Presidente da Sessão de Julgamento

## **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/4608**

**Acusados:** Diferencial Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S/A (em liquidação extrajudicial)

Leonardo Paes Borba

**Assunto:** Falta de dever de diligência e lealdade na gestão de fundo de investimento (descumprimento do art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409, de 2004)

**Diretor Relator:** Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

### **RELATÓRIO**

#### **I. Do OBJETO**

1. Trata-se de Termo de Acusação elaborado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN em face da Diferencial Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S/A ("**Diferencial CTVM** ou "**Gestora**"), na qualidade de gestora do Fundo de Investimento Diferencial Renda Fixa Longo Prazo ("**Fundo**"), e de Leonardo Paes Borba, na qualidade de diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários da Diferencial CTVM, por faltarem com o dever de diligência e lealdade para com os cotistas ao adquirirem ativos de crédito privado de

instituições financeiras para a carteira do Fundo a preços muito superiores aos observados em operações envolvendo os mesmos ativos, nas mesmas datas; e ao adquirirem Cédulas de Crédito Imobiliário - CCI com a utilização de avaliação de *rating* preliminar e com prazo de validade vencido, em descumprimento ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409, de 2004<sup>1</sup> (fls. 01/23).

## **II . DA ORIGEM**

2. O presente processo teve origem nas atividades de supervisão realizadas pela SIN, no âmbito do Processo CVM nº RJ2012/3332, quando foram analisadas operações com Letras Financeiras - LF realizadas por fundos de investimento, a partir de informações enviadas pela Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos - CETIP (fls. 24/33).

3. Na ocasião, destacaram-se operações realizadas pelo Fundo no período entre 03.8.2011 e 29.12.2011 com LF emitidas pelo Banco BVA S.A. ("**BVA**") (fls. 35/36).

4. Em 20.12.2012, a SIN solicitou<sup>2</sup> a realização de inspeção no Fundo, no seu gestor, Diferencial CTVM, e no seu administrador, BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. ("**BNY Mellon**", ou "**Administrador**"). A Superintendência de Fiscalização Externa - SFI elaborou Relatório de Inspeção<sup>3</sup> onde constam os fatos a seguir relatados (fls. 39/92).

## **III. Dos FATOS**

5. Conforme disposto no art. 1º, parágrafo primeiro<sup>4</sup>, do seu regulamento, o Fundo destina-se, exclusivamente, a investidores qualificados que buscam obter rentabilidade superior ao Índice de Mercado da ANBIMA relativo a títulos indexados ao IPCA ("**IMA-B**"). De acordo com o parágrafo 3º do art. 19 do regulamento<sup>5</sup>, é exigido que se mantenha investimento mínimo de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais). Ademais, o Fundo possuía 32 cotistas, todos regimes próprios de previdência social de estados e municípios, e patrimônio líquido de R\$ 362.879.226,81 (fls. 245/254).

6. Com base nas informações repassadas pela CETIP sobre as posições consolidadas de LF detidas por fundos de investimento, data-base de 30.12.2011, e na relação das operações envolvendo esses títulos no mercado secundário durante o ano de 2011, a SIN elaborou a tabela contida no item 10 da peça acusatória, onde consta que o Fundo possuía dezenove LF emitidas pelo BVA em 11.5.2011, que não haviam sido distribuídas publicamente.

7. Tais títulos possuíam as seguintes características: (i) valor unitário variando entre R\$ 300 mil e 700 mil; (ii) taxa prefixada de 29,5% ao ano; (iii) cláusula de subordinação; e (iv) data de vencimento variando entre os anos de 2029 a 2030 (prazo médio entre 18 e 19 anos).

8. A SIN constatou ainda que, apesar de as LF terem sido emitidas a uma taxa prefixada de 29,5% ao ano, a Diferencial CTVM adquiriu para a carteira do Fundo, entre 03.8.2011 e 29.11.2011, LF por preços unitários mais elevados do que o preço de emissão e maiores do que o preço do papel na curva, fazendo com que a taxa interna de retorno de cada LF fosse de 16% ao ano. A tabela contida no item 11 da

peça acusatória demonstra com clareza as datas de aquisição, preço negociado e a diferença entre o preço de aquisição e o da curva do papel.

9. Em relação às operações realizadas pelo Fundo no mercado secundário da CETIP, todas com LF de emissão do BVA, a SIN destacou os negócios dos dias 23, 27 e 28.12.2011, cujo resumo resultou na tabela do item 12 da peça acusatória.

10. Da tabela se extrai o seguinte:

a) Em 23.12.2011, o Fundo adquiriu três LF pelo valor unitário de R\$ 5.084.434,33, e nesse mesmo dia foram registrados negócios com os mesmos ativos ao preço unitário de R\$ 3.210.802,66, logo, o Fundo adquiriu por um preço 58,35% superior ao das outras operações;

b) Em 27.12.2011, o Fundo adquiriu uma LF por R\$2.677.520,65, e nesse mesmo dia foi registrado negócio com o mesmo ativo ao preço unitário de R\$1.643.964,36, logo o Fundo adquiriu por um preço 62,87% superior ao da outra operação, e

c) Em 28.12.2011, o Fundo também adquiriu uma LF por R\$6.610.750,01, que no dia anterior foi negociada por R\$ 4.004.257,87, logo o Fundo adquiriu por um preço 65,09% superior ao preço da operação no dia imediatamente anterior.

11. Considerando o que foi apurado e que o Banco Central do Brasil decretou, em 09.8.2012, a liquidação da Diferencial CTVM<sup>6</sup>, a SIN encaminhou ofício<sup>7</sup> ao Liquidante, F.F.F.F, solicitando sua manifestação prévia sobre os fatos, nos termos do art. 11, parágrafo único, inciso II, da Deliberação CVM nº 538, de 2008<sup>8</sup> (fls. 115/117).

12. Em resposta, o Liquidante afirmou que as informações solicitadas não estavam inseridas "*no âmbito de suas funções cursadas no processo liquidatário*" e que supostas manifestações iriam ao encontro dos "*objetivos cometidos à Comissão de Inquérito constituída pelo Banco Central [...]*", razão pela qual sugeriu que os ofícios fossem enviados à referida Comissão (fls. 118/120).

13. Instado, o presidente da Comissão de Inquérito instaurado pelo Banco Central respondeu que os trabalhos de apuração ainda estavam em fase inicial<sup>9</sup> (fls. 12/123).

14. Ainda nos termos da Deliberação antes citada, a SIN solicitou<sup>10</sup> a manifestação de Leonardo Paes Borba, que prestou os seguintes esclarecimentos (fls. 128/130):

a) a Diferencial CTVM teria observado plenamente as obrigações dispostas no art. 65 da Instrução CVM nº 450, de 2007<sup>11</sup>, haja vista o desempenho obtido pelo Fundo sob sua gestão;

b) as operações teriam sido realizadas em estrita observância do regulamento do Fundo e focadas no objetivo de atingir os resultados propostos no longo prazo;

c) as instituições financeiras emitentes dos ativos possuem *rating* situado como grau de investimento, o que respeitaria o regulamento vigente. Ainda que o risco a longo prazo dos títulos possa ser elevado, sua emissão teria sido admitida no mercado sem qualquer restrição;

d) as taxas de juros eram compatíveis com as praticadas no mercado com títulos da mesma natureza. A variação identificada estaria mais relacionada às taxas de emissão dos referidos ativos do que com as negociadas. A Diferencial CTVM foi questionada pela CETIP, e as mesmas justificativas ora apresentadas foram consideradas satisfatórias;

e) as LF de emissão do BVA teriam proporcionado resultado positivo para a Diferencial CTVM sem deixar de garantir excelente rentabilidade ao Fundo. Além de as operações analisadas representarem apenas 7% do patrimônio do Fundo, o resultado auferido teria se destinado a ressarcir e/ou custear comissões com agentes autônomos pela captação de cotistas; e

f) a Diferencial CTVM sempre esteve preocupada em buscar os melhores resultados para o patrimônio que geria, tendo como base para as suas decisões as informações oriundas de fontes até então inquestionáveis.

15. Em 27.6.2013, Leonardo Paes Borba declarou, em depoimento prestado à SFI, que (fls. 131/151):

a) a estratégia adotada pela Diferencial CTVM era a de *"[...] superar o IMA-B mediante a aquisição de ativos prefixados; [...] com relação aos papéis privados eram buscados no mercado papéis mais longos de emissão bancária tais como CDBs e LFs"*;

b) eram analisados os *ratings* da instituição emissora mediante relatórios elaborados por agências classificadoras de risco nacionais e internacionais, mas que o Diferencial CTVM não emitia relatórios de análise ou estudos para embasar as suas decisões;

c) informou que *"[...] as diligências basicamente se tratavam da análise dos relatórios de classificação de risco emitidos pelas agências classificadoras, seguidas posteriormente da análise da Felipe Tavares Advogados Associados com relação ao enquadramento dos papéis ao regulamento do fundo, para assegurar que as aquisições atendessem às exigências da Resolução CMN nº 3790 [...]"*, e que *"saía no mercado pesquisando as melhores taxas, preços e prazos [...]"*;

d) a metodologia para definir preços de aquisição de ativos de crédito privado, *"[...] se baseava em adquirir por um determinado preço que fosse possível atingir o objetivo de rentabilidade do fundo determinado pelo IMA-B, esse referencial tratava-se do mínimo a ser exigido na negociação."*;

e) houve resultados positivos obtidos pela Diferencial CTVM em operações tanto de compra como de venda em que a contraparte era o Fundo, mas que tais resultados tinham o objetivo de ressarcir despesas de captação, tanto na ponta compradora quanto na ponta vendedora, e não gerou lucro para a Diferencial CTVM em detrimento do Fundo;

f) no momento da aquisição de títulos levava em conta tanto o mercado primário quanto secundário, o que fosse melhor, daí ter adquirido as LF no mercado secundário e não diretamente dos emissores, pois não necessariamente o mercado

primário apresentaria as melhores taxas, principalmente considerando o mercado de títulos privados como é o caso de CDB e LF; e

g) sobre a realização de operação que a BNY Mellon teria considerado "sem *rating*", afirmou que a aquisição teria sido feita com base em relatório preliminar, e que o relatório definitivo teria sido entregue posteriormente.

16. Em 22.2.2013, a SFI solicitou à CETIP informações sobre operações realizadas pelo Fundo, tendo como contraparte a Diferencial CTVM, sua gestora, que indicaram que em diversos negócios com LF e Certificados de Depósito Bancário ("**CDB**") emitidos pelos bancos BVA, Panamericano e Rural, as operações foram desfavoráveis ao Fundo e favoráveis à Diferencial CTVM (fls. 152/154).

17. Relativamente às CCI adquiridas pelo Fundo, em 01 e 10.06.2011, emitidas pela S.A.I. Ltda., a BNY Mellon informou que tal aquisição se deu sem avaliação de *rating*, em desacordo com o contido nos artigos 7º, parágrafo primeiro<sup>12</sup>, e 9º, parágrafo décimo quinto<sup>13</sup> do regulamento, pois na data da operação ela recebeu apenas relatório preliminar e com validade vencida em 17.4.2011, e que o relatório definitivo somente foi emitido depois de transcorridos dois meses da aquisição dos títulos (fls. 157).

18. Questionado pela SFI, Leonardo Paes Borba reconheceu que a compra ocorreu apoiada num *rating* provisório que não foi aceito pela BNY Mellon, que classificou o papel como "risco de crédito", mas o relatório definitivo foi posteriormente disponibilizado.

#### **IV. DA ACUSAÇÃO**

19. Diante destes fatos, a Acusação entendeu estar de posse de elementos suficientes de autoria e materialidade, e apresentou Termo de Acusação em face da Diferencial CTVM e de Leonardo Paes Borba (fls. 01/23).

20. No entender da Acusação, ao contrário do afirmado por Leonardo Borba, as aquisições de LF emitidas pelo BVA não teriam proporcionado "*excelente rentabilidade*" para o Fundo. A aquisição dos ativos poucos meses depois de emitidos, por preços muitos superiores aos de emissão, teria feito a taxa interna de retorno dos mesmos cair para 16%, abaixo dos 29,5% prefixados no momento da emissão. Considerando que a variação anual do IMA-B, que era o *benchmark* seguido pelo Fundo, foi de 15,11%, em 2011, e 26,68%, em 2012, a taxa de retorno de 16% nas operações não teria sido favorável ao Fundo.

21. Ademais, as operações em que o Fundo teve como contraparte a Diferencial CTVM também foram desfavoráveis ao Fundo. Nas operações selecionadas de *day trade* realizadas entre eles, a Diferencial CTVM teria auferido resultado favorável de R\$14.354.579,00, em detrimento do Fundo (Tabela 6 de fls. 15).

22. A Acusação reconhece que "[...] é inerente à atividade de uma corretora de títulos e valores mobiliários aproximar as pontas compradora e vendedora e remunerar-se das diferenças de preços entre as operações". Entretanto, alguns negócios que apresentaram resultado individual de mais de R\$1 milhão desfavorável

ao Fundo não poderiam ser explicados pelo *spread* a que faz jus a corretora por sua atividade.

23. Também no período entre 22.6.2010 e 31.5.2012 não se identificou operações "*day trades*" em que o Fundo tenha adquirido ativos financeiros de crédito privado a preços mais vantajosos que os da Diferencial CTVM (fls. 56).

24. O Acusado Leonardo Paes Borba estava ciente da diferença de preços praticada em tais operações, ao afirmar que "*o resultado auferido se destinou a ressarcir e/ou custear comissões com Agentes Autônomos pela captação de cotistas*".

25. Entretanto, o art. 5º do regulamento do Fundo atribuía à própria Diferencial CTVM a responsabilidade pela distribuição de cotas do Fundo<sup>14</sup>. A Acusação também sustenta que, nos termos do art. 99 da Instrução CVM nº 409, de 2004<sup>15</sup>, as despesas com distribuição de cotas não estão entre os encargos do fundo de investimento, devendo o distribuidor ser remunerado a partir da taxa de administração.

26. Além disso, em manifestação realizada em 07.2.2013<sup>16</sup>, a BNY Mellon afirmou que "*não era devida qualquer remuneração à Diferencial CTVM, distribuidora do Fundo, conforme disposto no Contrato de Distribuição de Cotas de Fundos de Investimento firmado entre o Fundo e a Diferencial CTVM, em 22.06.2010*" (fls. 178/182).

27. A Acusação conclui, então, que qualquer remuneração devida pela Diferencial CTVM a agentes autônomos contratados não poderia ser debitada ao Fundo. Também concluiu que a Diferencial DTVM não poderia se utilizar de operações realizadas em mercado para obter, em prejuízo do Fundo, recursos para "*custear comissões com Agentes Autônomos pela captação de cotistas*".

28. A Acusação também destaca que no Comunicado à Imprensa, noticiando o Ato Presi nº 1.229, que decretou a liquidação da Diferencial CTVM, o Banco Central afirmou que a corretora se valeu "*de sua condição de instituição autorizada a operar no Sistema Financeiro Nacional para conduzir operações com preços fora do padrão de mercado, em benefício próprio e de terceiros*". (fls. 114 e 183).

29. Em 19.10.2012, o Banco Central decretou a intervenção no BV<sup>A17</sup>, diante do comprometimento da sua situação econômico-financeira e da existência de violações às normas legais e estatutárias que disciplinam sua atividade. Em função disso, a BNY Mellon publicou fatos relevantes<sup>18</sup> informando a realização de provisões para perdas na carteira do Fundo, uma vez que ele possuía LF e CDB emitidos pelo BVA. A provisão considerou o somatório dos saldos devedores dos ativos e descontou os valores garantidos pelo Fundo Garantidor de Crédito, resultando no valor de R\$ 239.973.725,30, que representava 36,4% do patrimônio líquido do Fundo, antes do impacto da provisão (fls. 205).

30. Por estas razões, a Acusação concluiu que a conduta da Diferencial CTVM, na qualidade de Gestora, seria incompatível com seu dever de fidúcia para com os cotistas do Fundo, que esperam que o gestor defenda seus interesses da melhor forma possível. A aquisição para o Fundo de ativos de crédito privado a preços muito superiores aos observados em operações envolvendo os mesmos ativos, nas mesmas datas, sob a justificativa de "*ressarcir ou custear comissões com Agentes Autônomos*

*pela captação de cotistas*” teria infringido o art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409, de 2004.

31. Com relação à aquisição de CCI para o Fundo, emitidas pela S.A.I. Ltda., a Acusação concluiu, a partir da informação prestada pela BNY Mellon, que também houve infração ao dever de diligência. A operação de compra destes títulos, em 01 e 10.06.2011, foi realizada com base em relatório de *rating* preliminar emitido pela LF Rating, e com prazo de validade vencido em 17.4.2011 (fls. 157).

32. A LF Rating, intimada<sup>19</sup> a prestar esclarecimentos sobre as avaliações efetuadas, ressaltou que a diferença entre a classificação preliminar e a definitiva é que a primeira utiliza informações a serem confirmadas, enquanto a segunda utiliza informações já confirmadas e documentos assinados e registrados. Segundo a Acusação, o próprio relatório preliminar de *rating* advertia que este não servia como “*classificação de risco final da operação*”, além de ressaltar o prazo de validade de 30 dias, contados da data de emissão (fls. 215/225 e 240/243).

33. Assim, a Diferencial CTVM sabia que estava utilizando um relatório de *rating* preliminar e com prazo de validade vencido para embasar sua decisão de investimento. Também restou claro, a partir da leitura do relatório preliminar<sup>20</sup>, que a classificação de risco nele atribuída estava condicionada à manutenção pelo estruturador da operação das condições propostas, e de apresentação de informações confirmadas e documentos assinados pelas partes e devidamente registrados.

34. Segundo a Acusação, os cotistas do Fundo foram submetidos a um risco adicional em razão da conduta da Diferencial CTVM na aquisição de ativos emitidos pela S.A.I., a comprovar descumprimento do disposto no art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409, de 2004.

35. Como as infrações apuradas neste processo decorrem de atos de natureza institucional do gestor do Fundo, a Acusação concluiu que o diretor responsável da Diferencial CTVM, por dever de ofício e por suas atribuições inerentes ao cargo, delas participou e teve conhecimento.

36. A administração de carteiras de valores mobiliários, nos termos do inciso II do art. 7º e art. 17 da Instrução CVM nº 306, de 1999<sup>21</sup>, está sob a supervisão e responsabilidade direta do diretor responsável da instituição autorizada pela CVM a prestar tal serviço. Conforme entendimento do Colegiado desta CVM, ele seria a “[...] *pessoa que existe na regulamentação exatamente para assegurar o nome da pessoa jurídica, que evidentemente não tem vontades, que as normas aplicáveis sejam por ela respeitadas [...]*”<sup>22</sup>.

37. Isto exposto, a SIN propôs a responsabilização de Diferencial Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S/A, na qualidade de gestora do Fundo, e de Leonardo Paes Borba, na qualidade de diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários, por faltarem com o deveres de diligência e lealdade para com os cotistas, ao adquirirem ativos de crédito privado de instituições financeiras a preços muito superiores aos observados em operações envolvendo os mesmos ativos, nas mesmas datas; e ao adquirirem CCI com a utilização de avaliação de *rating* preliminar e vencida, em descumprimento do art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409, de 2004.



## **V. DA MANIFESTAÇÃO DA PFE-CVM**

38. Examinada a peça acusatória, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (PFE-CVM) entendeu estarem preenchidos os requisitos constantes dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538, de 2008 (fls. 601-609)<sup>23</sup>.

## **VI. DAS DEFESAS**

39. Regularmente intimada, a Diferencial CTVM não apresentou defesa.

40. O seu liquidante, C.F.P., declarou que a intimação se referia a atos de administração praticados pelos ex-administradores antes do decreto de liquidação da Diferencial CTVM. Também alegou que não possuía legitimidade para interpor defesa, inclusive porque os fatos relatados estavam dentro do contexto dos fundamentos que levaram à decretação da liquidação. Por fim, alega que não dispõe de elementos adicionais e sequer reúne condições de ratificar ou retificar as informações já apresentadas pelo ex-administrador Leonardo Paes Borba (fls. 272/273).

41. O Acusado Leonardo Paes Borba apresentou defesa acostada às fls. 290/304, onde afirma que a política de investimentos adotada pela Diferencial CTVM objetivava atingir a rentabilidade do IMA-B e a meta atuarial das instituições de previdência que eram as cotistas do Fundo, razão pela qual investir apenas em títulos públicos não seria suficiente para atingir as metas estabelecidas. Assim, o regulamento do Fundo, em seu art. 7º, parágrafo primeiro<sup>24</sup>, previa a aplicação de até 50% de seu patrimônio em títulos privados com *rating* de grau de investimento, como forma de obter rentabilidade satisfatória aos cotistas.

42. O Acusado atesta que em nenhum momento o patrimônio do Fundo sofreu perdas e que sua rentabilidade atingiu os objetivos previstos no regulamento<sup>25</sup>. O patrimônio apenas teria sofrido perda a partir da intervenção no BVA e sua posterior falência, fatos imprevisíveis quando da aquisição dos títulos de sua emissão. O BVA era conceituado no mercado e detentor de *rating* com grau de investimento, entendimento que era compartilhado pela BNY Mellon, administradora do Fundo<sup>26</sup>.

43. Ao se reportar à aquisição de LF com taxa de 29,5% ao ano, mas integradas ao patrimônio do Fundo a uma taxa de 16%, o Acusado argumenta que os ativos interessavam ao Fundo em face da política de investimentos adotada. Afirma que a comparação feita pela Acusação entre a taxa de emissão e a taxa do mercado secundário não procede, uma vez que uma independe da outra.

44. Destaca que os ativos não estavam disponíveis no mercado a taxas melhores, e a taxa utilizada nas compras para o Fundo era superior à média negociada no mercado para papéis de instituições de risco similar ao do BVA, como corroborado pela BNY Mellon<sup>27</sup>. Não obstante, o Acusado sugere que eventual irregularidade poderia estar relacionada à emissão dos títulos a uma taxa de juros de 29,5%, títulos estes que estavam devidamente registrados e custodiados na CETIP.

45. Relativamente à aquisição de CCI com *rating* preliminar vencido, o Acusado admite que a Diferencial CTVM, naquela oportunidade, não percebeu que o *rating* estava vencido.

46. Porém, a Diferencial CTVM questionou a empresa emissora dos títulos, que regularizou a falha junto à LF Rating, e esta confirmou a mesma classificação do *rating*. A BNY Mellon teria concluído que “[...] não houve desenquadramento da carteira do Fundo, tampouco qualquer descumprimento ou desconformidade a ser relatada à CVM”. (fl. 252)

47. O Acusado admite que a Diferencial CTVM, ao adquirir LF do BVA e vendê-las ao Fundo, obteve rentabilidade aparentemente significativa, mas esta foi a forma encontrada para possibilitar a aquisição dos ativos pelo Fundo, uma vez que não havia outra maneira de adquiri-los.

48. Sobre o dever de lealdade para com os cotistas, previsto no art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004, há uma relação com o conceito de probidade, devendo o gestor tratar das coisas do fundo como se fossem suas. A improbidade, no entender do Acusado, não seria mera ilegalidade ou irregularidade, é necessária a demonstração de elemento subjetivo de dolo ou culpa do agente para sua caracterização, conforme entendimento do STF, à luz da Lei nº 8.429, de 1992 (Lei de Improbidade Administrativa). Assim, a tese de responsabilidade objetiva por ato ímprobo estaria rejeitada<sup>28</sup>.

49. Nos autos não está demonstrada a prática de atos voluntários do Acusado visando ao fim proibido em lei ou em regulamento. Não ocorrendo a situação subjetiva em que o agente quer o resultado, não haveria comprovação do dolo. Também não seria possível extrair do contexto probatório atos maliciosos visando a vulnerar os princípios que regem a gestão do Fundo.

50. O Acusado sustenta a falta de efeito preventivo que uma eventual sanção administrativa alcançaria, porque a Diferencial CTVM já teve sua liquidação decretada, a gestão do Fundo foi repassada para outra instituição, e ele já teria sido inabilitado pelo Banco Central e seus bens sequestrados pelo juízo falimentar.

51. O Acusado acrescenta que todas as movimentações teriam sido claras, transparentes e realizadas com o intuito de atingir as metas do Fundo. Ademais, ele teria prestado à autoridade todas as informações solicitadas, esclarecendo, em seu depoimento, de forma clara e direta, o modo pelo qual eram realizadas as operações de aquisição de ativos. Assim, não existiria suporte fático suficiente à configuração de irregularidade grave, não devendo ser submetido às gravíssimas penas previstas no art. 11 da Lei 6.385, de 1976<sup>29</sup>, especialmente as pecuniárias.

52. Por fim, o Acusado requer a produção de todos os meios de prova, inclusive oral, para a qual arrolou duas testemunhas.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 26 de abril de 2016.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes  
Diretor-Relator

-----

<sup>1</sup> "Art. 65-A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

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

<sup>2</sup> Solicitação de Inspeção nº 9/2012 (fl. 37 e 38).

<sup>3</sup> INSPEÇÃO/CVM/SFI/GFE-4/Nº06/2013.

<sup>4</sup> Artigo 1º, parágrafo primeiro do Regulamento: “O FUNDO tem como público alvo, exclusivamente, investidores qualificados que buscam atingir rentabilidade superior ao IMA-B, podendo também, a critério da GESTORA, abaixo qualificada, concentrar seus recursos em ativos pré-fixados, ou outros indexadores.”.

<sup>5</sup> Artigo 19, parágrafo terceiro do Regulamento: “O FUNDO exige a manutenção de um investimento mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais).”.

<sup>6</sup> Ato Presi nº 1.229, de 09.08.12 (fl. 114).

<sup>7</sup> OFÍCIO/CVM/SIN/GIA/Nº 755/2013, de 20.02.13.

<sup>8</sup> “Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.

*Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no caput sempre que o acusado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou*

*II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.”*

<sup>9</sup> Ofício/CVM/SIN/GIA/Nº 1039/2013.

<sup>10</sup> OFÍCIO/CVM/SIN/GIA/Nº 630/2013 (fls. 124 a 127).

<sup>11</sup> A Instrução CVM nº 450/07 alterou dispositivos da Instrução CVM nº 409/04.

<sup>12</sup> Artigo 7º, parágrafo primeiro: “Os ativos de crédito privado que compõem a carteira do FUNDO devem ser considerados de baixo risco de crédito e devem se limitar a 50% (cinquenta por cento) do patrimônio líquido do FUNDO”

<sup>13</sup> Artigo 9º, parágrafo décimo quinto: “Os ativos de crédito privado integrantes da carteira do FUNDO serão considerados pela GESTORA como de baixo risco de crédito de acordo com uma classificação mínima estabelecida, conforme abaixo, por pelo menos uma das agências classificadoras de risco para a ADMINITRADORA serão de

<sup>14</sup> Artigo 5: Os serviços de distribuição, agenciamento e colocação de cotas do FUNDO serão prestados pela DIFERENCIAL CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A., com sede na Cidade de Porto Alegre, Estado do Rio Grande do Sul, na Avenida Carlos Gomesm, 1.100, Auxiliadora, Porto Alegre/RS, inscrita no CNPJ/MF sob o nº92.885.631/0001-53.”

<sup>15</sup> “Art. 99. Constituem encargos do fundo as seguintes despesas, que lhe podem ser debitadas diretamente: [...]”

*“Art. 100. Quaisquer despesas não previstas como encargos do fundo, inclusive as relativas à elaboração do prospecto e lâmina, correm por conta do administrador, devendo ser por ele contratadas.”*

<sup>16</sup> Resposta ao Ofício/CVM/SFI/GFE-4/Nº04/2013.

<sup>17</sup> Ato Presi nº 1.238.

<sup>18</sup> Fatos Relevantes publicados em 23 e 24.10.12 (fls. 206 e 207).

<sup>19</sup> OFÍCIO/CVM/SIN/GIA/Nº885/2012.

<sup>20</sup> Trecho do Relatório preliminar da LFRating:

*"PARA QUE NÃO SERVE – Como classificação de risco final da operação. Quem adquirir títulos com classificação preliminar deverá saber que a manutenção ou não da nota de classificação depende do estruturador manter as condições propostas à LFRating.*

*VALIDADE DO RELATÓRIO – O RPR tem prazo de validade de 30 dias da data de emissão. Dependendo da negociação com o estruturador, LFRating pode estender o prazo por mais 30 e 60 dias. Sempre homologada pelo Comitê que realizou a avaliação inicial. Depois de ultrapassada a validade máxima, ou no caso de não ser renovada, toda avaliação precisará ser refeita."*

<sup>21</sup> *"Art. 7º - A autorização para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários somente é concedida à pessoa jurídica domiciliada no País que: [...]*

*II – atribua a responsabilidade pela administração de carteira de valores mobiliários a um diretor, gerente-delegado ou sócio-gerente autorizado a exercer a atividade pela CVM; e [...]"*

*"Art. 17. A pessoa natural ou jurídica, no exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, é diretamente responsável, civil e administrativamente, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos que infringirem normas legais, regulamentares ou estatutárias, sem prejuízo de eventual responsabilidade penal e da responsabilidade subsidiária da pessoa jurídica de direito privado que a contratou ou a supervisionou de modo inadequado."*

<sup>22</sup> Trecho extraído de sessão de julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2005/8510, realizada em 04.04.07.

<sup>23</sup> PARECER /Nº103/2014/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU.

<sup>24</sup> *"Art. 7 [...] Parágrafo primeiro: Os ativos de crédito privado que compõem a carteira do FUNDO devem ser considerados de baixo risco de crédito e devem se limitar a 50 % (cinquenta por cento) do patrimônio líquido do FUNDO."*

<sup>25</sup> Acusado cita fontes da CVM e da ANBIMA, afirmando que o Fundo apresentou rentabilidade de 7,08% em 2010 e 16,65% em 2011. Nestes mesmos anos o IMA-B teria apresentado 9,51% em 2010 e 15,11% em 2011.

<sup>26</sup> Trecho de manifestação feita pela Administradora BNY Mellon (fl. 247): *"Destacamos que, na data de compra dos ativos pelo Fundo, o rating do Banco BVA S.A. e do Banco Rural S.A. não expressavam fatos recentes divulgados na mídia sobre os referidos bancos, ou seja, tais informações não eram de conhecimento público."*

<sup>27</sup> Trecho de manifestação feita pela Administradora BNY Mellon (fl. 247): *"Identificamos que, à época da operação de aquisição das LF's pela Gestora para compor a carteira do Fundo, as taxas de compra dos referidos ativos foram superiores à média de ativos emitidos por emissores com nível similar ao Banco BVA S.A. e ao Banco Rural S.A., o que sugere que a equação risco versus retorno foi observada pela Gestora na negociação."*

<sup>28</sup> Trecho retirado do Resp 805080/SP, Rel. Ministra Denise Arruda, Primeira Turma, julgado em 23.06.09, DJe 06.08.09: *"a configuração de qualquer ato de improbidade administrativa exige a presença do elemento subjetivo da conduta do agente público, pois não é admitida a responsabilidade objetiva em face do atual sistema jurídico brasileiro, principalmente considerando a gravidade das sanções contidas na Lei de Improbidade Administrativa. Portanto, é indispensável a presença de conduta dolosa ou culposa do agente público ao praticar o ato de improbidade administrativa [...] Por outro lado, é importante ressaltar que a forma culposa somente é admitida no ato de improbidade administrativa relacionado à lesão ao erário (art. 10 da LIA), não sendo aplicável aos demais tipos (artigos 9º e 11 da LIA)"*

<sup>29</sup> *"Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras*

*normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: [...]”.*

## **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/4608**

**Acusados:** Diferencial Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S/A (em liquidação extrajudicial)

Leonardo Paes Borba

**Assunto:** Falta de dever de diligência e lealdade na gestão de fundo de investimento (descumprimento do art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04).

**Diretor Relator:** Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

### **Voto**

1. Cuida-se de acusação formulada contra a Diferencial Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S/A (“Diferencial CTVM”) e o seu diretor Leonardo Paes Borba, por falta de diligência e lealdade em razão da aquisição para o Fundo de Investimento Diferencial Renda Fixa Longo Prazo (“Fundo”), de Letras Financeiras – LF a preços muito superiores aos observados em operações envolvendo os mesmos ativos; e de Cédulas de Crédito Imobiliário - CCI com a utilização de avaliação de *rating* preliminar e com prazo de validade vencido, ambas as irregularidades em desacordo com o art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409, de 2004.

2. O referido dispositivo normativo estabelece que o administrador e o gestor são obrigados a adotar, entre outras, as seguintes normas de conduta: *“(I) exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão.”.*

3. Preliminarmente, ressalto que o liquidante da Diferencial CTVM, C. F. P., entendeu não ter legitimidade para interpor defesa em face da acusação formulada, pois os atos foram praticados antes de 09.8.2012, ou seja, antes da edição do decreto de liquidação extrajudicial<sup>1</sup> da corretora. Ademais, diz ele, os fatos narrados neste processo sancionador estão dentro do contexto que levou o Banco Central a decretar a liquidação da Diferencial CTVM, e que não se pode confundir a situação da instituição antes e depois desta decisão. Afirma, ainda, que não dispõe de elementos adicionais e sequer reúne condições de ratificar ou retificar as informações já apresentadas por Leonardo Paes Borba, diretor da corretora, e, por fim, requer que a Diferencial DTVM seja excluída deste processo sancionador.

4. O Acusado Leonardo Paes Borba, por seu turno, alega suposta falta de efeito preventivo que uma eventual condenação teria neste caso. Pois, segundo ele, a

Diferencial CTVM já estaria liquidada, a gestão do Fundo atribuída a outra pessoa jurídica, e ele já teria sido inabilitado pelo Banco Central e os seus bens sequestrados pelo juízo falimentar.

5. Rejeito os argumentos preliminares arguidos pelos Acusados pelas razões a seguir expostas.

6. Com relação ao processo instaurado pelo Banco Central<sup>2</sup>, cuja decisão transitou em julgado no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN<sup>3</sup>, constato que foram apuradas irregularidades praticadas pela Diferencial CTVM e seu diretor Leonardo Paes Borba por (i) negociar títulos públicos federais sob condições artificiosas, para obter ganhos em benefício próprio e de terceiros, em desfavor de entidades previdenciárias; (ii) contabilizar lucros provenientes de operações de compra/venda de títulos na modalidade *day-trade* com títulos públicos federais por valores inferiores aos efetivamente auferidos; e (iii) registrar resgates de aplicações de renda fixa para prover recursos em conta-corrente de cliente sem amparo documental, com subseqüentes transferências bancárias para terceiros.

7. Todas as irregularidades praticadas e que geraram as respectivas condenações contrariaram o disposto na Lei nº 4.595, de 1964, e na Circular BCB nº 1.273, de 1987. À Diferencial CTVM foi imposta pena de multa no valor total de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e a Leonardo Paes Borba a pena de inabilitação para o exercício de cargos de direção na administração ou gerência em instituições na área de fiscalização do Banco Central, pelo prazo de 15 (quinze) anos.

8. Como se extrai da mencionada decisão, os fatos investigados e as punições aplicadas ficaram adstritos aos limites da esfera de competência do Banco Central, sem nenhuma similaridade com os fatos apurados pela CVM, e que estão consubstanciados neste processo sancionador. Neste, cuidou-se de apurar especificamente irregularidades relacionadas à gestão de fundo de investimento, em operações envolvendo ativos de crédito privado, LF e CCI, em desacordo com a norma regente da matéria, em especial as regras contidas no artigo 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409, de 2004.

9. Apesar de não ter sido expressamente suscitada a violação do princípio de *non bis in idem*, reputo importante consignar que a CVM já se manifestou sobre o tema, restando pacificado o entendimento de que, a despeito da falta de previsão legal sobre sua aplicação nos processos administrativos sancionadores, a sua adoção se justifica pelo princípio da segurança jurídica, como se extrai do voto do Diretor Eli Loria proferido no PAS CVM nº 03/2006, julgado em 01.12.2010:

*"No que respeita ao princípio do non bis in idem, sabe-se que não existe normatização a respeito de sua aplicação no âmbito do processo administrativo sancionador. Entretanto, entendo que o referido princípio é consentâneo com o princípio da segurança jurídica e, esta sim, deve ser resguardada em todas as esferas, inclusive na que pertine a esta Autarquia, conforme preceitua o art. 2º, caput, da Lei nº 9.784/99."*

10. Igualmente nesse sentido, a Diretora Ana Novaes, em voto proferido no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 04/2010, destacou que "São três os pressupostos necessários para a configuração de uma hipótese de *non bis in idem*: (i)

*a identidade de sujeitos; (ii) a identidade de fatos; e (iii) a identidade de fundamentos entre acusações feitas em momentos distintos."*

11. Ainda sobre os argumentos arguidos pelo liquidante, gostaria de destacar que a Lei nº 6.024, de 1974, que trata da intervenção e liquidação de instituições financeiras, no seu artigo 16 dispõe que *"A liquidação extrajudicial será executada por liquidante nomeado pelo Banco Central do Brasil, com amplos poderes de administração e liquidação"* e que poderá *"representar a massa em Juízo ou fora dele"*.

12. Nessa mesma direção, também o fato de a Diferencial CTVM encontrar-se em liquidação extrajudicial, à época de instauração deste sancionador, não impede que a CVM lhe imponha pena por violação aos normativos vigentes, como bem sinalizou a decisão do CRSFN, cujo Acórdão nº 3046/00 transcrevo em parte: *"[...] a teor do disposto no art. 18, alínea "f", da Lei nº 6.024/74, não impede cominação da multa pecuniária em tela, apenas veda reclamá-la, cobrá-la enquanto perdurar o regime especial."*

13. Além das alegações antes apreciadas, Leonardo Paes Borba requer a produção de prova oral e indica como testemunhas N.O.C. e J.C.A., pedido que não acato, a um, porque ele poderia ter trazido aos autos os esclarecimentos das testemunhas ainda na fase de investigação quando instado pela SIN, ou quando da apresentação de sua defesa; a dois, porque não esclareceu a relevância de sua produção; a três, porque julgo que as provas anexadas aos autos pela Acusação e pelo Acusado são suficientes para a formação da minha opinião e tomada de decisão.

14. Superadas estas questões, passo à análise do mérito das acusações.

#### **I - Operações com Letras Financeiras - LF:**

15. A Acusação sustenta que a Diferencial CTVM teria adquirido LF para a carteira do Fundo a preços muito superiores aos que estavam sendo praticados no mercado em operações com os mesmo títulos, ou no mesmo dia ou em datas próximas.

16. A propósito, a Acusação destaca que o Fundo detinha em carteira, em 31.12.2011, dezenove LF emitidas pelo BVA em 11.5.2011, que possuíam valor unitário variando entre R\$300 mil e R\$700 mil, taxa prefixada de 29,5% ao ano e data de vencimento nos anos de 2029 e 2030 (prazo médio entre 18 e 19 anos) (Resumo no item 10 do Relatório de Acusação).

17. Não obstante tais títulos terem sido emitidos a uma taxa prefixada de 29,5%, o Fundo as adquiriu em diversos negócios no mercado secundário por preços significativamente superiores aos praticados na emissão e ao da curva e, com isso, a taxa de retorno de cada LF se situou em 16% ao ano (Resumo no item 11 do Relatório de Acusação).

18. Questionado a respeito dos negócios, o Acusado Leonardo Paes Borba argumentou que as operações com LF emitidas respeitaram os limites previstos no regulamento do Fundo e que a sua aquisição estava em linha com a política de investimentos previamente estabelecida. Reconheceu, ainda, a ocorrência de diferença de preços entre o que foi pago pela Diferencial CTVM nas aquisições no mercado e o

valor pelo qual ela as revendeu ao Fundo do qual era Gestora. Alegou, no entanto, que além de representarem apenas 7% do patrimônio, os *"resultados positivos não tiveram objetivo de fazer lucro favorável para a Diferencial CTVM em face da carteira do fundo, mas sim ressarcimento de despesas de captação, tanto na ponta compradora como na ponta vendedora do referido fundo"*.

19. Como comprovarei a seguir, não se sustenta o argumento do Acusado de que os resultados obtidos pela Diferencial CTVM nas operações diretas com o Fundo não lhe causaram prejuízos, e que elas visavam unicamente ressarcir despesas de captação de cotistas.

20. Em primeiro lugar, porque o regulamento do Fundo<sup>4</sup> estabelece claramente que os serviços de distribuição, agenciamento e colocação de cotas seriam prestados pela própria Diferencial CTVM, regra confirmada pela BNY Mellon, que afirmou ser a Gestora a responsável pela distribuição das cotas, a quem não era devida qualquer remuneração pela prestação destes serviços, nos termos do contrato de distribuição firmado entre ela e o Fundo.

21. Além de a justificativa apresentada pelo Acusado Leonardo Paes Borba contrariar frontalmente o regulamento do Fundo, ela também afronta as disposições da Instrução CVM nº 409, de 2004<sup>5</sup>, que não admite atribuir as despesas com a distribuição de cotas ao fundo, e reafirma tal determinação ao estabelecer que qualquer despesa não prevista como encargo do fundo deve ser atribuída ao administrador.

22. Em segundo lugar, observa-se que, nas cinco operações que foram destacadas pela Acusação, a Diferencial CTVM, ao se interpor entre o vendedor da LF e o Fundo, adquirindo daquele para ato contínuo vender para este, obteve lucro total de R\$9.260.943,35, lucro médio por operação de R\$1.852.188,67, com os títulos se valorizando entre 58% a 65%, operações estas, repita-se, que, ou foram realizadas no mesmo dia (no caso de quatro delas), ou com a diferença de um único dia.

23. Mas não foi unicamente nestas operações que a Diferencial CTVM se utilizou da sistemática de comprar LF no mercado e imediatamente repassá-las para o Fundo, auferindo significativo ganho. No dia 16.02.2012, ela adquiriu quatro LF (três de emissão do BVA e uma do Banco Rural) pelo preço unitário de R\$3.294.118,22, e, neste mesmo dia, as revendeu para o Fundo pelo valor unitário de R\$5.184.423,25, obtendo rentabilidade de 57% e ganho total de R\$7.561.220,12 (Resumo no item 30 do Relatório de Acusação).

24. Estes expressivos resultados obtidos pela Diferencial CTVM, resultado de valorizações igualmente expressivas das LF, certamente não se destinavam ao pagamento de comissões para agentes autônomos de investimento, pois não há registro de que intermediários financeiros adotem política remuneratória tão benéfica para os seus agentes, beneficiando-os com percentuais tão elevados de corretagem sobre negócios por eles intermediados.

25. Estou certo, diante das características das operações, que a Diferencial CTVM desejou exclusivamente obter lucro utilizando-se indevidamente do Fundo do qual era Gestora, e, ao se interpor entre ele e o vendedor, impôs-lhe um custo adicional e desnecessário na compra das LF, causando sim, a despeito da negativa do Acusado



Leonardo Paes Borba, um prejuízo para os cotistas resultante do ingresso no patrimônio do Fundo de títulos a preços superiores aos que efetivamente deveriam prevalecer caso as compras fossem realizadas diretamente do vendedor de mercado.

26. Tal comportamento denota a clara intenção da Diferencial CTVM de colocar seus interesses acima dos interesses do Fundo do qual era Gestora, e consequentemente dos cotistas, em nítida violação às regras de fidúcia a que estava sujeita.

## **II – Operações com Cédulas de Crédito Imobiliário - CCI:**

27. O regulamento do Fundo estabelece que os ativos de crédito privado serão considerados de baixo risco de acordo com classificação mínima estabelecida por pelo menos uma das agências classificadoras de risco. Estabelece, ainda, que o envio dos relatórios elaborados pelas agências para a administradora será de responsabilidade da Gestora. Destaca, também, que os relatórios devem ser renovados tão logo vençam, e imediatamente enviados à administradora.

28. No entender da Acusação, as operações de aquisição de CCI para o Fundo, realizadas em 01.6.2011 e 10.6.2011 (fls. 136 e 169), foram concretizadas com base em relatório de *rating* preliminar e com prazo de validade vencido em 17.4.2011. O citado relatório estipulava claramente que a avaliação inicial não servia como "*classificação de risco final da operação*", pois se baseava em informações a serem confirmadas (fls. 217/227).

29. O Acusado Leonardo Paes Borba admite que a Diferencial CTVM não percebeu que o *rating* estava vencido, razão pela qual autorizou uma segunda compra dias depois, mas, ao se cientificar da falha, tomou as providências junto a LF Rating que regularizou a situação e confirmou a mesma nota "A" do documento vencido.

30. A meu sentir, as questões de fato são incontroversas, pois dúvida não resta de que a Diferencial CTVM e seu diretor estavam cientes de que se tratava de relatório preliminar, com prazo de validade vencido, obviamente incapaz de preencher os requisitos exigidos no regulamento do Fundo no tocante ao *rating* dos títulos a serem adquiridos.

31. E o alegado descuido não é suficiente para afastar a responsabilidade dos Acusados; afinal, como se viu, o regulamento do Fundo é incisivo e claro em relação a ser imprescindível a obtenção do *rating* dos títulos, como também quanto à validade dos relatórios das agências de classificação, ambas as obrigações de indiscutível importância para o regular funcionamento do Fundo e para a segurança dos seus cotistas, comandos estes que exigiam da Gestora um constante monitoramento sobre o seu cumprimento.

32. De igual modo, o relatório preliminar emitido pela LF Rating não deixa dúvidas sobre a precariedade da avaliação nele contida, o que a motivou a destacar o fato de que o relatório não se prestava como classificação final da operação. Em outro alerta, dirigido ao adquirente do título, a agência informa que a confirmação ou não da nota atribuída dependerá de o estruturador manter as condições por ela propostas e da apresentação de informações confirmadas e documentos assinados pelas partes.

33. Além destas importantes mensagens sobre o indevido uso de *rating* preliminar, os Acusados tiveram conhecimento do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº5/2014<sup>6</sup>, que, na seção 1.23, denominada "*Utilização de Ratings Preliminares por Fundos de Investimento na Aquisição de Ativos de Crédito Privado – art. 65-A*", assim dispõe:

*"Nesse sentido, em linha com a decisão de Colegiado no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/869, na opinião desta área técnica, quando o regulamento do fundo de investimento estabelecer a necessidade de atribuição de rating mínimo para a aquisição de um ativo, o gestor apenas deverá fundamentar sua decisão com base em relatórios definitivos sobre a emissão divulgados pela agência de rating contratada."*

34. Como se deduz, a Diferencial CTVM, ao admitir *rating* preliminar e vencido, transformou a disposição regulamentar em "letra morta", algo descartável, ignorando que, na condição de Gestora do Fundo, sua atuação estava vinculada aos ditames do regulamento, e que não lhe era permitido descumpri-lo, ou mesmo adotá-lo quando lhe fosse mais conveniente.

35. Regras como as que estabelecem a obrigatoriedade de *rating* e que não admitem relatório vencido de emissão de agência classificadora são indispensáveis para a tomada consciente de decisão do investidor. Por essa razão, a Diferencial CTVM, ao adquirir CCI para o Fundo, amparada única e exclusivamente em relatório preliminar e vencido, induziu a erro os cotistas e expôs seus investimentos a um risco adicional e desnecessário.

36. Ao apreciar a atuação de administrador de fundo que não respeitou o limite de percentual de ativo estabelecido no regulamento, o Diretor Otávio Yazbek, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/4517, julgado em 17.12.2013, afirmou:

*"De qualquer forma, acredito que, uma vez inserido um limite no regulamento, ele deve ser respeitado pelo gestor e fiscalizado pelo administrador. Entender diferentemente significaria – e talvez tenha sido o que a SIN pretendia registrar na passagem acima transcrita – entender que os limites previstos no regulamento não precisam ser respeitados ou, pior, que a recorrente utilização da redação de um regulamento para se escrever outro – argumento cogitado pela defesa da GRP Investimentos e de seu diretor responsável – pode ser feita de maneira irresponsável."*

37. Estou certo de que a diferença existente entre o relatório preliminar e o definitivo não é uma mera questão formal, pois há algo de substancial a determinar o conteúdo e o efeito de um e de outro. O preliminar utiliza-se de informações fornecidas pelo estruturador e emissor a serem ainda confirmadas, que por sua precariedade dependem de uma validação; enquanto o definitivo baseia-se em informações confirmadas e documentos assinados e registrados pelos responsáveis por sua emissão.

38. Nem mesmo o fato de o relatório definitivo, emitido quase dois meses após a aquisição da CCI, ter confirmado o *rating* constante do preliminar, serve como justificativa para a irregularidade cometida pela Diferencial CTVM, pois quando da aquisição não lhe era possível atestar que o título era considerado de baixo risco,

condição imposta pelo regulamento do Fundo, e que não poderia ser ignorada pela Gestora (fls. 228/238).

39. Nesse sentido, é esclarecedor o voto proferido pela Diretora Ana Novaes, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/869, cujo trecho transcrevo:

*"É a própria agência classificadora de risco que diz que o rating preliminar não representa a opinião final da agência. Não se pode admitir que este seja considerado como suficiente a satisfazer classificação que o regulamento do Fundo e o seu cotista exigiam.*

*Evidentemente, não se pode considerar baixo risco de crédito o papel com rating preliminar condicionado."*

40. As infrações apuradas no presente processo estão diretamente ligadas às atividades de gestão do Fundo exercida pela Diferencial CTVM, e Leonardo Paes Borba, na qualidade de diretor responsável pelas carteiras da Gestora, atuou diretamente na aquisição de CCI formalizada exclusivamente em relatório de *rating* preliminar e vencido, em desrespeito ao regulamento.

41. Da mesma forma, sua atuação foi determinante para a concretização dos negócios com LF em que a Diferencial CTVM auferiu substancial lucro atuando na contraparte do Fundo, que, por consequência, amargou perdas igualmente substanciais com as operações, com reflexo direto no patrimônio dos cotistas.

42. Os deveres de diligência e lealdade atribuídos aos administradores de fundo refletem a expectativa dos cotistas de que seus recursos serão aplicados visando exclusivamente seus interesses, razão pela qual os administradores devem conduzir os negócios como se fossem seus, atuando de forma diligente e leal, como se espera de um homem ativo e probo.

43. Por essas razões o Acusado Leonardo Paes Borba também deve ser responsabilizado pelas infrações apuradas neste processo, pois como bem destacou o Diretor Otavio Yazbek em voto proferido no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/9129:

*"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."*

44. A propósito, a Diretora Maria Helena Santana, em voto proferido no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8510, assim se manifestou sobre a responsabilidade de diretores responsáveis por carteiras de fundos de investimento:

*"[...] 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.”*

45. Diante do exposto e considerando a gravidade dos fatos apurados neste processo sancionador, voto da seguinte forma:

- a) Pela condenação da Diferencial Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda por violar o art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004, ao faltar com os seus deveres de diligência e lealdade para com os cotistas ao adquirir Letras Financeiras a preços superiores aos praticados em outras operações com os mesmos ativos, e Cédulas de Crédito Imobiliário com o uso de avaliação de *rating* preliminar e com prazo de validade vencido, à multa pecuniária no valor de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais), nos termos do art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976,
- b) Pela condenação de Leonardo Paes Borba, por violar o art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004, ao faltar com os seus deveres de diligência e lealdade para com os cotistas ao adquirir Letras Financeiras a preços superiores aos praticados em outras operações com os mesmos ativos, e Cédulas de Crédito Imobiliário com o uso de avaliação de *rating* preliminar e com prazo de validade vencido, à pena de proibição temporária de 15 (quinze) anos para atuar como administrador de carteiras de valores mobiliários, nos termos do art. 11, inciso VII, da Lei nº 6.385, de 1976.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 26 de abril de 2016.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes  
Diretor-Relator

-----  
<sup>1</sup> Ato Presi nº 1.229, de 09.8.2012.

<sup>2</sup> Processo nº 1001497067.

<sup>3</sup> Recurso nº 13.380, decisão publicada no DOU de 02.7.2015, seção 1, páginas 18 a 20.

<sup>4</sup> Artigo 5º - Os serviços de distribuição, agenciamento e colocação de cotas do FUNDO serão prestados pela Diferencial Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., com sede [...].

<sup>5</sup> Artigos 99 e 100.

<sup>6</sup> [www.cvm.gov.br/legislação/ofícios-circulares/](http://www.cvm.gov.br/legislação/ofícios-circulares/)

**Manifestação de voto do Diretor Gustavo Tavares Borba na Sessão de Julgamento do Processo administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/4608 realizada no dia 26 de abril de 2016.**

Senhor Presidente, eu acompanho o voto do Relator.

Gustavo Tavares Borba  
DIRETOR

**Manifestação de voto do Diretor Pablo Renteria na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/4608 realizada no dia 26 de abril de 2016.**

Eu também acompanho o voto do Relator, senhor Presidente.

Pablo W. Renteria  
DIRETOR

**Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/4608 realizada no dia 26 de abril de 2016.**

Eu também acompanho o voto do Relator e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu pelas penalidades de multa e proibição temporária, nos termos do voto do Diretor-relator.

Encerro a Sessão, informando que os acusados punidos poderão interpor recurso voluntário, no prazo legal, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Leonardo P. Gomes Pereira  
PRESIDENTE