



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.014270/2023-21

Reg. Col. 3155/24

Interessados: Esh Theta Master Fundo De Investimento Financeiro Multimercado - Responsabilidade Limitada e Esh Theta 18 Fundo De Investimento Financeiro – Classe De Investimento Em Cotas Mult - Responsabilidade Limitada

Assunto: Pedido de reconsideração de decisão do Colegiado que aprovou a celebração de Termo de Compromisso.

Relator: Presidente Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Voto: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. SÍNTESE INTRODUTÓRIA

1. Esh Theta Master Fundo de Investimento Financeiro Multimercado e Esh Theta 18 Fundo de Investimento Financeiro pedem reconsideração da decisão do Colegiado que aprovou a celebração de Termo de Compromisso proposto por Luiz Fernando Garzi Ortiz, Eduardo Jácome, Leo Julian Simpson, Thomas Cornelius Azevedo Reichenheim, Nelson de Queiroz Sequeiros Tanure e Nelson Sequeiros Rodriguez Tanure (conjuntamente, os “Proponentes”), na qualidade de administradores da Gafisa S.A.
2. Os Requerentes alegam não estarem presentes os pressupostos para a celebração do Termo de Compromisso, previstos no art. 11, §5º, I e II, da Lei 6.385 – respectivamente, cessação da prática da conduta alegadamente irregular e a reparação dos prejuízos.

II. CONTINUIDADE DA CONDUTA SUPOSTAMENTE IRREGULAR

3. A suposta infração original, que motivou o Processo Administrativo Sancionador (PAS), consistiu na falha dos membros do Conselho de Administração da Gafisa em convocar a AGE solicitada no prazo legal e na omissão do Diretor de Relações com Investidores em divulgar o edital e informações da AGE convocada pelos Requerentes. Esta conduta, quando da deliberação que aceitou o termo de compromisso, foi considerada como de caráter instantâneo, tendo se esaurido quando os prazos legais foram desrespeitados – conforme a análise pela qual a Procuradoria Federal se manifestara pelo atendimento do requisito de cessação da prática.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

4. Em contraposição à decisão do Colegiado, o pedido de reconsideração argumenta que, uma vez que a Companhia iniciou um procedimento arbitral contra os Requerentes poucos dias após a convocação extraordinária, tal procedimento configuraria uma continuidade da conduta de não convocar a AGE e demonstraria que a conduta não foi isolada, mas se perdurou no tempo. Os Fundos alegam que a persistência da Companhia no litígio arbitral, buscando responsabilizá-los por uma convocação que a CVM considerou legítima, revela a falta de boa-fé dos Proponentes e a continuidade dos efeitos da infração.

5. Discordo dessa leitura de que os atos praticados para interpor um procedimento arbitral possam ser considerados como continuidade da conduta de deixar de convocar a assembleia por requerimento de acionista, ao menos na acepção prevista na lei como requisito para firmar termo de compromisso. Não que a tese me pareça disparatada. Pelo contrário, os atos de iniciar a arbitragem e nela insistir são, sim, atuação derivada da decisão de não convocar a assembleia, e com ela coerente, pois o litígio busca justificar essa conduta ao dizer irregular a convocação feita pelo acionista. Em sentido amplo, portanto, os atos relativos à disputa arbitral podem ser considerados uma continuação, no sentido de atuação em continuidade. Porém, não de forma a afastar a noção da cessação *da conduta*, que é como a lei descreve o requisito para permitir o termo de compromisso.

6. Aqui se está no campo da interpretação estrita, por tratar-se de direito sancionatório. Embora não haja um direito subjetivo à aceitação do termo de compromisso, a previsão legal dos requisitos delimita as circunstâncias fáticas nas quais a solução consensual é *possível*. Existe um direito subjetivo, aí sim, a que a CVM exerça seu juízo de discricionariedade administrativa quanto à aceitação ou rejeição da proposta: para que o acusado o tenha, basta declarar sua vontade e atender aos requisitos legais. Assim, as regras que restringem esse direito devem ser lidas restritivamente. Se a conduta tida por irregular para a Acusação é composta por um conjunto de fatos agrupados pela característica comum pela qual são designados, ler tal expressão para incluir outros fatos que não possuem tal característica configuraria uma interpretação ampliativa, e por isso imprópria para reger uma limitação aos direitos do acusado.

7. Por mais que defender litigiosamente a conduta perante um juízo arbitral seja uma *decorrência* da conduta, não é uma decorrência lógica nem automática. Configura um conjunto independente de atos, e não uma continuação dos mesmos atos anteriores. Um exemplo de permanência de uma conduta omissiva como a de que se trata neste processo seria, por hipótese, se estivesse pendente uma requisição de determinado ato e os acusados, ainda tendo a possibilidade de praticá-lo, seguissem sem o praticar.

8. Por isso, entendo que se mantém correta a manifestação da Procuradoria Federal, pelo que o requisito de cessação da conduta está atendido.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III. REPARAÇÃO DE PREJUÍZOS

9. Os Requerentes detalham prejuízos quantificáveis que teriam suportado em decorrência alegadamente direta da conduta tida por irregular. Totalizariam [REDACTED], quantia relativa à publicação do edital de convocação da AGE e dos custos administrativos e honorários arbitrais do procedimento instaurado pela Gafisa em face dos Fundos.

10. Sustentam que tais prejuízos afastariam o atendimento ao requisito da correção das irregularidades (Lei 6.385, art. 11, §5º, II), necessário para que o termo de compromisso fosse firmado, pois tal correção deve incluir a reparação dos prejuízos.

11. Neste ponto, concordo que a ausência de reparação desses prejuízos configura um impeditivo objetivo a que a solução consensual pudesse ser materializada pelo termo de compromisso.

12. Independentemente de discussões sobre condições materiais da CVM para perquirir a finalidade de ressarcimento de prejuízos individuais, a legislação objetivamente estabelece que a indenização de prejuízos decorrentes dos atos que o processo sancionador reputa irregulares é uma condição necessária para que ele possa ser encerrado por termo de compromisso¹.

13. O argumento contrário é a alegação de que a notificação de investidores prejudicados seria uma faculdade da CVM, um lugar-comum cuja conformação ao mandato de proteger investidores talvez mereça no mínimo reflexões adicionais. Porém, mesmo supondo que seja apenas uma faculdade, ela não elide a necessidade de levar em conta os eventuais prejuízos diretos que tenham sido efetivamente apresentados e detalhados nos autos. Se há prejuízo identificado, o requisito é o de repará-los.

14. No caso, os próprios Requerentes foram os reclamantes iniciais. A falta de indenização desses montantes específicos e quantificados, diretamente vinculados à conduta objeto do PAS, contraria o texto legal. Como ponderei na seção anterior, a arbitragem não é a *mesma* conduta que compõe o núcleo do suposto ilícito objeto do processo sancionador, mas decorre diretamente dela; e os custos de convocação (publicação de edital) pelos Requerentes são ainda mais claramente uma decorrência direta da conduta tida por irregular.

¹ Não custa registrar a menção à boa oportunidade que se tem de reduzir formidavelmente os custos de transação quando uma ação voltada à punição de irregularidades pode levar a indenizações sem litígios adicionais, com prazos menores e custos gerais inferiores do que se fosse necessário recorrer a litígios judiciais ou arbitrais. Dado o mandato legal da CVM de proteger o patrimônio de investidores, uma forma eficaz de fazê-lo é determinar a recomposição de prejuízos reais, a entes reais, decorrentes de atos praticados em desconformidade com o direito – e a meu ver, bem mais eficaz do que a determinação de pagamentos a supostos credores difusos, em que os recursos sequer têm destinação a recompor algo minimamente relacionado ao mercado de capitais prejudicado pelos atos objeto de questionamento



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

15. Diante do exposto, e em razão da não correção das irregularidades, por falta de indenização dos prejuízos causados aos Requerentes pela conduta supostamente ilícita narrada neste processo sancionador, considero ausente um requisito necessário para a legalidade do termo de compromisso.

IV. ATO BILATERAL

16. Considerando-se que o termo de compromisso é um ato bilateral, não poderia a CVM, a meu ver, unilateralmente revogar sua aceitação. Constatada sua posição de que falta um requisito para sua legalidade, entendo que seria necessário pleitear a anulação do ato jurídico perante o Poder Judiciário. Portanto, meu voto é no sentido de que a Autarquia, caso reconheça a falta de requisito para a possibilidade de ter celebrado o termo de compromisso, ingresse com a necessária ação judicial para anular legitimamente o Termo de Compromisso celebrado e retomar o curso do PAS, pela via processual a ser determinada pela douta Procuradora Federal.

V. CONCLUSÃO

17. Pelo exposto, voto pelo deferimento do pedido de reconsideração apresentado pelos Requerentes, para considerar o Termo de Compromisso como firmado sem a presença de um requisito legal e, assim, ingressar com a ação competente para obter sua anulação.

Brasília, 4 de agosto de 2025.

João Accioly

Diretor