



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

400ª Sessão

Recurso 13750

Processo 10372.000500/2016-42

Processo na primeira instância CVM2012/869

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: BI CAPITAL GESTÃO DE RECURSOS LTDA.
REINALDO ZAKALSKI DA SILVA

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: HAROLDO MAVIGNIER GUEDES ALCOFORADO

BASE LEGAL DA IMPUTAÇÃO: Lei nº 6.404, de 1976, art. 153; Instrução CVM nº 409, de 2004, art. 65, inciso XIII, c/c art. 57, § 5º, e art. 65-A, inciso I.

EMENTA: Recursos Voluntários. Descumprimento do dever de diligência - Adquirir ativos financeiros sem a classificação definitiva emitida pela agência de *rating* - Recursos parcialmente providos - Penalidades mantidas com redução do valor da multa.

ACÓRDÃO CRSFN 85/2017

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem, com base no voto do Relator:

1. conhecer dos recursos, por maioria, vencidos os Conselheiros Francisco Papellás Filho e Antonio Augusto de Sá Freire Filho, que votaram pelo não conhecimento do recurso por intempestivo;
2. com relação à recorrente BI CAPITAL GESTÃO DE RECURSOS LTDA., pelo cometimento da infração de descumprimento do dever de diligência, na qualidade de gestora do fundo de investimento BI-Invest FI Referenciado, ao adquirir ativos financeiros sem a classificação definitiva emitida pela agência de *rating*, **dar-lhe provimento parcial**, por unanimidade, reduzindo o valor da penalidade de multa de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais) para R\$300.000,00 (trezentos mil reais);
3. com relação ao recorrente REINALDO ZAKALSKI DA SILVA, pelo cometimento da infração de descumprimento do dever de diligência, na qualidade de diretor responsável pela administração da carteira de valores mobiliários da BI Capital Gestão de Recursos Ltda., ao adquirir ativos financeiros sem a classificação definitiva emitida pela agência de *rating*, **dar-lhe provimento parcial**, por unanimidade, reduzindo o valor da penalidade de multa de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais) para R\$300.000,00 (trezentos mil reais).

Participaram do julgamento os Conselheiros João Batista de Moraes, Thiago Paiva Chaves, Flávio Maia Fernandes dos Santos, Haroldo Mavignier Guedes Alcoforado, Francisco Papellás Filho (art. 19, §3º, do Regimento Interno), Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Ausentes, justificadamente, os Conselheiros Bláir Costa D'Avila e Carlos Portugal Gouvêa. Impedida a Conselheira Adriana Cristina Dullius Britto. Presente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. André Luiz Carneiro Ortugal, que registrou não ter havido requisição de parecer escrito na forma do

art. 15 do Regimento Interno do CRSFN, opinando, oralmente, pelo não conhecimento dos recursos por intempestividade.

Brasília, 14 de março de 2017.

RELATÓRIO

I - Objeto

- 1) Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários - CVM para apurar responsabilidades pelo cometimento da infração de descumprimento do dever de diligência por parte da BI CAPITAL GESTÃO DE RECURSOS LTDA., na qualidade de gestora do fundo de investimento BI-Invest FI Referenciado, e seu diretor responsável REINALDO ZAKALSKI DA SILVA.
- 2) A infração decorre da aquisição, pelo referido fundo de investimento, por meio de sua gestora, de ativos financeiros, mais especificamente Cédulas de Crédito Bancário, sem a classificação definitiva de risco de crédito emitida pela agência de *rating*.
- 3) Referidos títulos foram adquiridos com classificação preliminar de baixo risco de crédito ('BBB'), sendo posteriormente rebaixada, quando da classificação definitiva, para grau especulativo ('CCC'), considerando inclusive que a sociedade emissora dos títulos requereu recuperação judicial.
- 4) Os fatos configuram violação ao art. 153 da Lei nº 6.404, de 15.12.1976, e à Instrução CVM nº 409, de 18.8.2004, art. 65, inciso XIII, c/c art. 57, § 5º, e art. 65-A, inciso I, além de estarem em desacordo com o art. 7º, Parágrafo Décimo Primeiro, do Regulamento do Fundo BI.
- 5) A CVM não acolheu os argumentos de defesa, notadamente o de que não houve descumprimento do dever de diligência e o de que não há previsão que exija que a classificação de risco de crédito tenha de ser definitiva, entre outros, aplicando aos acusados penalidade de multa individual no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais).
- 6) Cumpre registrar que a decisão recorrida faz referência ao fato de que a administradora do fundo de investimento BI-Invest FI Referenciado e seu diretor, que originalmente também integravam o presente processo como acusados, formularam em 29.5.2012 proposta de celebração de Termo de Compromisso, formando-se processo em apartado para a sua análise.
- 7) Da decisão condenatória foram interpostos recursos voluntários dirigidos a este Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional - CRSFN, ora sob apreciação.

É o relatório.

HAROLDO MAVIGNIER GUEDES ALCOFORADO – Conselheiro-Relator.

VOTO DO RELATOR

I - Questões Preliminares

- 1) Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários - CVM para apurar responsabilidades pelo cometimento da infração de descumprimento do dever de diligência por parte da BI CAPITAL GESTÃO DE RECURSOS LTDA., na qualidade de gestora do fundo de investimento BI-

Invest FI Referenciado ('Fundo BI'), e seu diretor responsável REINALDO ZAKALSKI DA SILVA, ao adquirir ativos financeiros sem a classificação definitiva de risco de crédito emitida pela agência de *rating*.

2) Os fatos configuram violação ao art. 153 da Lei nº 6.404, de 15.12.1976, e à Instrução CVM nº 409, de 18.8.2004, art. 65, inciso XIII, c/c art. 57, § 5º, e art. 65-A, inciso I, além de estarem em desacordo com o art. 7º, Parágrafo Décimo Primeiro, do Regulamento do Fundo BI, cujos cotistas são Fundos de Previdência de servidores públicos municipais.

3) Os fatos remontam a 2010, quando o Fundo BI, gerido pela BI Capital, adquiriu, em 15.1.2010 e 6.8.2010, duas Cédulas de Crédito Bancário (CCBs), nos valores, respectivamente, de R\$ 6.000.000,00 e R\$ 2.500.000,00, que representavam 15,24% do seu patrimônio líquido, de emissão da OMG Filho & Companhia Ltda.

4) Solicitada pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN) da CVM a apresentar a avaliação realizada por agência de *rating* das aludidas CCBs, a BI Capital apresentou apenas duas avaliações preliminares da Austin Rating, datadas de 7.12.2009 e 26.7.2010, com classificação 'BBB', ou seja, baixo risco de crédito.

5) Instada pela CVM, a administradora do Fundo (Oliveira Trust) informou que ainda não havia sido elaborada a avaliação definitiva pela agência de *rating*, em função do pedido de recuperação judicial da emissora OMG. Refeitos os relatórios, o *rating* definitivo foi apresentado a CVM em 4.3.2011, com classificação 'CCC', ou seja, rebaixada para grau especulativo.

6) Os recorrentes alegaram, em síntese: **a)** que a segunda avaliação da Austin Rating, relativa à aquisição da segunda CCB, confirmou a avaliação preliminar anterior, não havendo falta de diligência da gestora pelo fato de não haver avaliação definitiva; **b)** que não teria ficado inerte ou agido com falta de diligência, tendo avaliado por conta própria a saúde financeira da empresa emissora antes de comprar os papéis, em paralelo à avaliação da agência de *rating*, e que havia sólidas garantias, como cessão fiduciária com trava de domicílio bancário e aval dos sócios da emissora, excluídas dos efeitos da recuperação judicial, e certidões negativas obtidas, entre outras medidas de cautela, como *due diligence*; **c)** que há outros exemplos de ativos financeiros adquiridos com *rating* preliminar (fls. 288 e 581-593); **d)** que o Regulamento não condiciona a aquisição de um ativo à existência de um *rating* definitivo, mas apenas que a classificação seja de baixo risco de crédito, e que não há clara previsão legal nesse sentido, configurando violação do princípio da legalidade basear a acusação genericamente no art. 65-A da Instrução CVM nº 409, de 2004, impossibilitando o contraditório e a ampla defesa; **e)** que se relatórios de *rating* preliminares não pudessem ser utilizados, não teriam nenhuma utilidade prática; **f)** que o Fundo era composto por investidores qualificados, que sabiam dos seus riscos, inclusive constando previsão expressa no art. 8º, § 1º, inciso II, do Regulamento do Fundo; **g)** que a avaliação definitiva foi impactada pelo fato novo do pedido de recuperação judicial da OMG, afetada pela inesperada não renovação de contratos com a Elektro; **h)** que não há nexo de causalidade entre o *default* do emissor das CCBs e a ausência de relatório definitivo da Austin Rating; **i)** que a interferência sobre a estratégia negocial adotada como decisão de investimento contraria precedentes da própria CVM, que tem prestigiado o *Business Judgment Rule*, devendo o órgão regulador examinar o processo decisório, mas não avaliar, *a posteriori*, o mérito da decisão ou a estratégia adotada; **j)** que a decisão deve ser reformada para absolvição, ou, caso mantida a penalidade, que seja revista sua dosimetria, pois a multa aplicada mostra-se irrazoável, excessivamente rigorosa e desproporcional.

7) Com relação à questão preliminar suscitada de violação dos princípios da legalidade, do contraditório e da ampla defesa, rejeito de plano a alegação, tendo em vista que a conduta, cujo descumprimento se imputa, amolda-se, em tese, ao tipo previsto em dispositivo da legislação societária que estabelece o dever de diligência (art. 153 da Lei nº 6.404, de 1976), reproduzido nos dispositivos regulamentares indicados na capitulação da infração (Instrução CVM nº 409, de 2004), que também dispõem sobre esse e outros deveres, assim como sobre os responsáveis pela sua observância, inclusive no que tange ao cumprimento do Regulamento do Fundo. Por outro lado, os princípios do contraditório e da ampla defesa não foram em momento algum prejudicados, tendo sido observados pela CVM em toda a sua plenitude ao longo do processo, conforme comprovam os autos.

II - Mérito

8) No mérito, inicio o exame pelo que efetivamente dispõe a base normativa da imputação, para em seguida analisar os fatos e o seu enquadramento. Nesse sentido, transcrevo abaixo o Parágrafo Décimo Primeiro do art. 7º do Regulamento do Fundo BI:

*"Parágrafo Décimo Primeiro. Os ativos de crédito que compõem a carteira do FUNDO deverão ter classificação mínima que represente **baixo risco de crédito** concedido por pelo menos uma entre as agências de rating abaixo listadas ou*

alguma outra agência de risco com sede no país." (grifei)

9) Para tanto, o grau mínimo atribuível pela *Austin Rating*, nos termos do Regulamento, como correspondente a baixo risco de crédito, é 'BBB-'.

10) Ao elaborar a segunda avaliação preliminar de grau 'BBB', relativamente à aquisição das Cédulas de Crédito Bancário de emissão da OMG, a própria *Austin Rating* ressaltou o seguinte:

"A presente classificação tem caráter preliminar, sendo válida pelo prazo de 60 (sessenta) dias após a data de sua atribuição, ou seja até o dia 26 de setembro de 2010. Este rating preliminar não deve ser interpretado como uma opinião final da Austin Rating acerca do risco de crédito da emissão, visto que está baseado em documentos e informações preliminares. Desse modo, a confirmação do rating está condicionada ao recebimento, por esta agência, da versão final das CCB, dos instrumentos que validam as garantias e dos demais contratos que compõem a estrutura desta operação."

11) Entre esses documentos, incluem-se os contratos não renovados pela Elektro S.A. com a emissora OMG, que somavam R\$ 42.841.534,16 (fls. 283-391), fato que trouxe gravíssimas consequências financeiras para a OMG, comprometendo sua capacidade de pagamento e ocasionando o seu pedido de recuperação judicial.

12) Consequência adicional foi a suspensão temporária de resgate, comunicada pela administradora do Fundo (Oliveira Trust) aos cotistas do Fundo BI, justificada pela possível iliquidez das CCBs de emissão da OMG, por meio de Fato Relevante divulgado em 14.12.2010.

13) Com relação à alegação de ausência de nexo de causalidade entre o *default* da emissora das CCBs e a falta de classificação definitiva por parte da agência de *rating*, cumpre esclarecer que o que está sendo apreciado aqui é o cometimento da infração de descumprimento do dever de diligência, à luz do que dispõem as normas e o Regulamento do Fundo, independentemente do pagamento dos títulos nos vencimentos.

14) Quanto ao invocado *Business Judgment Rule*, entendo que as decisões negociais criteriosas devem ser respeitadas quanto às escolhas e estratégias adotadas, presumindo-se a boa-fé dos administradores nos interesses da companhia, no caso concreto, do gestor do Fundo, mas desde que estejam em consonância com as normas vigentes, não tendo sido esse o caso.

15) Penso que o padrão de conduta esperado em cumprimento ao dever de diligência deve corresponder aos termos definidos nas normas, de modo a que o gestor do fundo atue com lealdade em relação aos interesses dos cotistas, preservando a indispensável relação fiduciária e observando as disposições do Regulamento do Fundo, conforme prescreve a Instrução CVM nº 409, de 2004.

16) De fato, o Parágrafo Décimo Primeiro do art. 7º do Regulamento do Fundo não menciona expressamente que a classificação da agência de *rating* deve ser definitiva, embora seja razoável assim presumir e que esse caráter encontra-se implícito no texto. Por outro lado, o texto também não menciona expressamente que admite, para esse fim, uma classificação meramente preliminar.

17) Ademais, a leitura do referido dispositivo deve ser feita em cotejo com a ressalva feita pela *Austin Rating*, acima transcrita, em que a própria agência destaca que a classificação não deve ser interpretada como uma opinião final acerca do risco de crédito das CCBs, cuja confirmação está condicionada, repito, condicionada ao recebimento da versão final das CCBs e demais instrumentos que validam as garantias e demais contratos que compõem a estrutura da operação.

18) Nesse contexto, estou convencido do cometimento da infração de descumprimento do dever de diligência por parte da gestora do Fundo, a BI Capital e seu diretor responsável, o Sr. Reinaldo Zakalski da Silva, considerando-se ainda os elevados valores envolvidos.

19) Não obstante, admito que, apesar de a infração ser considerada grave, nos termos do que dispõe o art. 117 da Instrução CVM nº 409, de 2004, a justificar uma penalidade compatível com sua gravidade, deve-se levar em consideração que os acusados não deixaram de adotar várias medidas de cautela, em termos de garantia, realização de *due diligence*, extração de certidões etc., além de ter em mãos uma classificação de baixo risco de crédito da agência de *rating*, repetida quando da segunda aquisição, conquanto preliminar e com ressalvas, portanto insuficiente para respaldar a aquisição dos títulos.

20) Nesse sentido, entendo que a multa individual aplicada, no valor de R\$ 500 mil, correspondente ao valor máximo previsto no art. 11, § 1º, inciso I, da Lei nº 6.385, de 7.12.1976, revela-se excessiva diante das circunstâncias acima mencionadas, que, a meu ver, devem ser consideradas.

III - Conclusão

21) Por todo o exposto, entendo que a infração restou caracterizada, pelo fato de que os recorrentes descumpriram as normas e o dever de diligência, bem como contrariaram o Regulamento do Fundo, ao adquirir ativos financeiros sem classificação definitiva de risco de crédito pela agência de *rating*, a qual acabou não confirmando a classificação preliminar e condicionada das CCBs, de baixo risco de crédito ('BBB'), rebaixando-a para grau especulativo ('CCC').

22) Assim, a conduta dos recorrentes e sua não aderência às normas vigentes ficou comprovada, não encontrando nos argumentos apresentados nos recursos voluntários interpostos, motivos para alterar a decisão condenatória proferida pela CVM.

23) Entretanto, no que tange à dosimetria da pena, não me parece razoável e proporcional a aplicação de multa pelo valor máximo legalmente previsto, segundo o critério fixo de aplicação, por entender que devem ser levadas em consideração as medidas de garantia e cautela adotadas pela BI Capital, como gestora do Fundo, e seu diretor, fatos que mitigam a gravidade da infração no patamar considerado.

24) Nesse sentido, VOTO pelo conhecimento, por tempestivos, e pelo provimento parcial dos recursos, mantendo a decisão da CVM de aplicar a penalidade de multa pecuniária, com redução de seu valor para R\$ 300 mil (trezentos mil reais), com relação a cada um dos recorrentes.

É o voto.

HAROLDO MAVIGNIER GUEDES ALCOFORADO – Conselheiro-Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Presidente**, em 16/03/2017, às 17:47, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Haroldo Mavignier Guedes Alcoforado, Conselheiro Relator**, em 16/03/2017, às 17:53, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0012922** e o código CRC **65BEEB72**.