



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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005017/2025-49

Reg. Col. 3446/25

Acusado: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.; Carlos Augusto Salamonde; FL Gestora de Recursos Ltda.; José Carlos Rodrigues Rosa

Assunto: Apurar infrações aos arts. 92, inciso I, e 104, §2º, incisos I e II, da Instrução CVM nº 555/2014 em razão do desenquadramento da carteira do OABPrev-RJ Multimercado Previdência Fundo de Investimento

Relatora: Diretora Marina Copola

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no Relatório¹, trata-se de PAS instaurado pela SIN para apurar eventual responsabilidade de BNY Mellon, Carlos Salamonde, FL Gestora e José Carlos Rosa por supostas falhas na observância dos limites de concentração da carteira do fundo OABPrev-RJ e no cumprimento dos deveres aplicáveis aos seus prestadores de serviços. A FL Gestora e José Carlos Rosa foram acusados de infração aos arts. 92, inciso I, e 104, §2º, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014, enquanto à BNY Mellon e a Carlos Salamonde foram imputados os descumprimentos dos arts. 92, inciso I, e 104, §2º, inciso II, do mesmo normativo.

2. Para a Acusação, a alteração da estratégia de investimento do FL Dourado, promovida pela FL Gestora a partir de dezembro de 2016, teria elevado a exposição direta e indireta do OABPrev-RJ a fundos estruturados acima dos limites estabelecidos no Regulamento. Nesse contexto, a Gestora teria deixado de verificar o enquadramento da carteira antes da realização das operações, ao passo que a Administradora não teria acompanhado adequadamente os investimentos, nem adotado as providências necessárias ao reenquadramento do Fundo. As mesmas infrações foram atribuídas, respectivamente, a José Carlos Rosa e Carlos Salamonde,

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste PAS.



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

www.cvm.gov.br

na qualidade de diretores responsáveis pelas atividades desempenhadas pelas instituições acusadas.

3. Antes de adentrar o mérito deste PAS, trato das questões preliminares suscitadas pelos acusados.

II. PRELIMINARES

Prescrição da pretensão punitiva

4. Em primeiro lugar, entendo não assistir razão à alegação da BNY Mellon e de Carlos Salomonde de que a pretensão punitiva desta autarquia estaria prescrita. Isso porque, ao longo da apuração, foram praticados sucessivos atos inequívocos voltados à investigação dos fatos objeto deste PAS, aptos a interromper a prescrição quinquenal, nos termos do art. 2º, inciso II, da Lei nº 9.873/1999².

5. A defesa adota julho de 2017, período em que a BNY Mellon deixou a administração do Fundo, como termo inicial da prescrição e reconhece que o Ofício nº 630/2019/CVM/SOI/GOI-2, encaminhado em julho de 2019, interrompeu o prazo em questão. Sustenta, porém, que essa teria sido a única interrupção possível na fase investigativa, de modo que o prazo reiniciado naquela ocasião somente poderia ser novamente interrompido pela citação, ocorrida em julho de 2025, quando, segundo sua tese, a prescrição já estaria consumada.

6. Para fundamentar essa conclusão, os acusados invocam a denominada tese da unicidade da interrupção prescricional por fase processual. De acordo com esse entendimento, as hipóteses previstas nos incisos do art. 2º da Lei nº 9.873/1999 corresponderiam a etapas sucessivas do processo administrativo sancionador e somente poderiam produzir efeito interruptivo uma vez em cada fase. Assim, praticado o primeiro ato inequívoco de apuração na fase investigativa, os atos subsequentes de investigação não teriam aptidão para interromper novamente a prescrição, que somente voltaria a ser interrompida com a citação do acusado, já na fase do contraditório.

² Art. 2º Interrompe-se a prescrição da ação punitiva: [...] II - por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do 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

www.cvm.gov.br

7. A referida interpretação, contudo, não encontra respaldo no texto da Lei nº 9.873/1999.
8. Nos termos do art. 1º, *caput*, daquele diploma legal, a pretensão punitiva da Administração Pública Federal prescreve em cinco anos, contados da prática do ato ou, tratando-se de infração permanente ou continuada, do dia em que este tiver cessado. Por sua vez, o seu art. 2º, inciso II, estabelece que o prazo é interrompido por “qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato”. Como já assentado reiteradamente por este Colegiado³, enquadra-se nessa hipótese qualquer ato administrativo de existência certa e comprovada que tenha o claro objetivo de conferir impulso efetivo à investigação ou de aprofundar a apuração dos fatos.
9. Ademais, como já tive a oportunidade de registrar⁴, a interrupção da prescrição por ato inequívoco de apuração não depende da ciência prévia do acusado. É esse, aliás, o entendimento há muito consolidado por este Colegiado⁵ e sumulado pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN nos seguintes termos: “[a] interrupção da prescrição por ato inequívoco de apuração do fato não depende de bilateralidade ou ciência prévia do administrado”⁶.
10. Ao empregar a expressão “qualquer ato inequívoco”, a lei não distingue o primeiro dos atos posteriores de apuração nem estabelece que a eficácia interruptiva se exaure após a prática de uma única providência durante a fase investigativa. Tampouco dispõe que as hipóteses elencadas no art. 2º correspondam necessariamente a etapas estanques e não repetíveis do processo. Não cabe, portanto, acrescentar ao regime especial da Lei nº 9.873/1999 uma limitação que o legislador não previu expressamente.

³ Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 19957.008087/2021-25, de minha relatoria, j. em 19/08/2025; (ii) PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; (iii) PAS CVM nº 19957.004478/2018-75, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 20 e 21/06/2023; (iv) PAS CVM nº 19957.002596/2017-68, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 15/03/2022; (v) PAS CVM nº RJ2015/2027, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/04/2019; e (vi) PAS CVM nº 22/1994, Dir. Rel. Luiz Antonio Sampaio Campos, j. em 15/04/2004.

⁴ Cf. PAS CVM nº 19957.005572/2019-22, de minha relatoria, j. em 11/11/2025 e PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024.

⁵ Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 26/09/2023; (ii) PAS CVM nº RJ2016/7961, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 30/01/2020; (iii) PAS CVM nº 06/2016, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 24/08/2020; e (iv) PAS CVM nº RJ2005/6924, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 31/10/2006.

⁶ Súmula nº 4 do CRSFN, D.O.U. de 15/05/2023. No mesmo sentido: AgInt no AREsp nº 595210/RJ, Rel. Min. Assusete Magalhães, STJ, 2ª Turma, j. em 06/03/2018.



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

www.cvm.gov.br

11. No caso, mesmo que se adote, em benefício da defesa, julho de 2017 como termo inicial e o envio do Ofício nº 630/2019/CVM/SOI/GOI-2 como primeiro ato interruptivo, o prazo reiniciado em julho de 2019 não chegou a se consumir. A investigação prosseguiu nos anos seguintes, inclusive com o encaminhamento de novas solicitações de esclarecimentos à BNY Mellon em 2021, às quais a instituição respondeu em 30/06⁷ e 13/08⁸ daquele ano.

12. De todo modo, antes de transcorridos cinco anos do envio do Ofício de julho de 2019, a SIN expediu, em 07/07/2022, novos ofícios aos acusados, solicitando que se manifestassem sobre os fatos então sob apuração e que posteriormente viriam a fundamentar o Termo de Acusação⁹. Trata-se de providência inequivocamente voltada ao aprofundamento da investigação e, portanto, apta a interromper novamente o prazo prescricional nos termos do art. 2º, inciso II, da Lei nº 9.873/1999.

13. A partir de então, a área técnica analisou as manifestações apresentadas, examinou os documentos constantes dos autos, consolidou as informações relativas às carteiras dos fundos envolvidos e delimitou as responsabilidades que, a seu ver, deveriam ser atribuídas aos prestadores de serviços e aos respectivos diretores responsáveis. O resultado dessas providências foi formalizado no Termo de Acusação, datado de 19/05/2025, menos de três anos após os ofícios expedidos em julho de 2022. Pouco depois, em julho de 2025, a citação dos acusados produziu nova interrupção, desta vez com fundamento no art. 2º, inciso I, da Lei nº 9.873/1999.

14. Não se verifica, portanto, intervalo superior a cinco anos entre os atos interruptivos relevantes. Essa conclusão independe, inclusive, da suspensão dos prazos prescricionais decorrente da Medida Provisória nº 928/2020, invocada pela própria defesa em seus cálculos.

15. Diante do exposto, voto pela **rejeição** da preliminar de prescrição da pretensão punitiva suscitada pela BNY Mellon e por Carlos Salamonde.

⁷ Doc. nº 1295003.

⁸ Doc. nº 1325338.

⁹ Docs. nº 1548795, 1548894, 1548917, 1548934, 1548937, 1548940 e 1548944.



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

www.cvm.gov.br

Inépcia da acusação em face de Carlos Salamonde

16. Também não merece acolhida a preliminar de inépcia do Termo de Acusação suscitada por Carlos Salamonde, sob a alegação de que a área técnica não teria individualizado a conduta do acusado, limitando-se a lhe atribuir as mesmas infrações imputadas à BNY Mellon.

17. Ao contrário do que alega o acusado, entendo que o Termo de Acusação contém elementos suficientes para delimitar a imputação formulada em face de Carlos Salamonde e permitir o pleno exercício do contraditório e da ampla defesa.

18. O dever de individualização previsto no art. 6º, inciso III, da Resolução CVM nº 45/2021 exige que a peça acusatória identifique, de forma clara e compreensível, os fatos atribuídos ao acusado, o vínculo entre sua atuação e a irregularidade apurada, os fundamentos jurídicos da imputação e os elementos que a sustentam. Isso não significa, porém, que a acusação deva antecipar, de maneira exauriente, toda a análise probatória que caberá ao Colegiado realizar no julgamento ou demonstrar, já nessa fase, de forma definitiva, a responsabilidade do acusado.

19. A inépcia se configura quando as deficiências da narrativa impedem o acusado de compreender a imputação e de se defender adequadamente. **Diversa, no entanto, é a controvérsia sobre a suficiência dos elementos probatórios para demonstrar a autoria, o elemento subjetivo ou o efetivo descumprimento dos deveres regulamentares**, questões que dizem respeito ao mérito da acusação e não à validade formal da peça que instaurou o processo.

20. Como já tive a oportunidade de me manifestar¹⁰, a individualização da conduta de diretores responsáveis deve ser examinada levando em consideração que a regulamentação os constitui como centros de imputação de determinados deveres de organização, supervisão e controle¹¹. Essa técnica não estabelece responsabilidade objetiva nem torna o diretor

¹⁰ Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; e (ii) PAS CVM nº 19957.005213/2021-90, de minha relatoria, j. em 06/08/2024.

¹¹ A esse respeito: “A construção desses núcleos de imputabilidade é uma estratégia legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas dos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, proveniente da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição” (PAS CVM nº RJ2010/13301, Dir.



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

www.cvm.gov.br

garantidor universal de todas as atividades da instituição. Ela concentra, em pessoa expressamente designada, o dever de estabelecer e/ou manter estruturas e procedimentos razoavelmente aptos a assegurar o cumprimento da regulamentação aplicável à atividade sob sua responsabilidade¹². Por essa razão, a responsabilização do diretor responsável continua a depender da análise subjetiva de sua conduta.

21. Diante dessas premissas, é natural que as imputações dirigidas à pessoa jurídica e ao seu diretor responsável compartilhem o mesmo núcleo fático. Em acusações fundadas em falhas de organização, supervisão ou controle, a conduta atribuída ao diretor frequentemente não se traduz em um único ato material isolado, mas na ausência ou insuficiência das medidas que lhe caberia adotar para prevenir, identificar ou corrigir a irregularidade. A individualização, em tais casos, decorre da identificação da falha institucional, das atribuições regulamentares do acusado, do período em que exerceu a função e do nexo entre essas atribuições e a irregularidade apurada.

22. No presente caso, o Termo de Acusação identifica Carlos Salamonde como diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários da BNY Mellon à época dos fatos. A peça acusatória descreve as obrigações que, segundo a SIN, incumbiam à Administradora, notadamente o dever de acompanhar o enquadramento da carteira do Fundo, inclusive quanto aos investimentos indiretos, de manter mecanismos adequados de controle e de diligenciar pelo reenquadramento após a realização das operações. Em seguida, atribui à BNY Mellon a falha no cumprimento desses deveres e imputa a Carlos

Rel. Luciana Dias, j. em 23/10/2012). No mesmo sentido: “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” (PAS CVM nº RJ2010/9129, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 09/08/2011).

¹² Nesse sentido: “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” (PAS CVM nº 08/2004, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 06/12/2012). No mesmo sentido: “[...] 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” (PAS CVM nº RJ2015/12087, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24/07/2018).



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

www.cvm.gov.br

Salamonde, na condição de diretor responsável pela atividade, a omissão em assegurar que a instituição dispusesse de controles e procedimentos adequados para cumpri-los.

23. Embora a exposição dedicada especificamente a Carlos Salamonde seja sucinta, a suficiência da individualização não pode ser aferida pelo simples número de parágrafos em que o acusado é nominalmente mencionado. O Termo de Acusação deve ser lido como um todo, inclusive as seções que descrevem as supostas falhas da BNY Mellon e os deveres atribuídos aos diretores responsáveis. A partir dessa leitura conjunta, é possível compreender que a imputação se refere à alegada insuficiência da estrutura de acompanhamento e controle do enquadramento da carteira durante o período em que Carlos Salamonde exercia a função e a BNY Mellon administrava o Fundo.

24. Isso não significa que todos os elementos mencionados no Termo de Acusação possam ser utilizados indistintamente contra o acusado. Sua eventual responsabilidade deve ser limitada ao período em que ocupou o cargo e em que a BNY Mellon administrou o Fundo, não podendo abranger operações ou acontecimentos posteriores à saída da instituição. Da mesma forma, a ausência de resposta ao ofício de manifestação prévia, independentemente da controvérsia sobre o endereço eletrônico utilizado, não constitui fundamento autônomo para sua responsabilização. Essas circunstâncias, contudo, não tornam inepta a peça acusatória, pois a imputação possui fundamento independente na alegada falha de supervisão e controle atribuída ao diretor responsável.

25. A análise acerca da adequação e da efetividade desses controles, bem como sobre a demonstração de culpa e do nexo entre a atuação de Carlos Salamonde e as falhas atribuídas à BNY Mellon, deverá ser realizada no mérito.

26. Do mesmo modo, o fato de a Manifestação Complementar emitida pela SIN não ter enfrentado individualmente todos os argumentos apresentados pelo acusado não compromete a validade do Termo de Acusação, pois se trata de manifestação técnica posterior e facultativa, cuja ausência ou abrangência limitada não importa reconhecimento das alegações defensivas.

27. Diante do exposto, voto pela **rejeição** dessa preliminar.



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

www.cvm.gov.br

III. MÉRITO

28. Examinadas as preliminares suscitadas pelos acusados, passo a tratar do mérito deste PAS.

29. Em síntese, a análise em questão será desenvolvida em três etapas. Inicialmente, apresentarei as premissas aplicáveis ao enquadramento das carteiras de fundos de investimento sob a Instrução CVM nº 555/2014, normativo vigente à época dos fatos analisados no presente processo. Em seguida, examinarei se, no período relevante, a exposição consolidada do OABPrev-RJ a fundos estruturados ultrapassou os limites de enquadramento previstos no Regulamento. Por fim, analisarei individualmente a responsabilidade dos acusados, à luz das atribuições de cada um, dos respectivos períodos de atuação e das condutas que lhes foram imputadas.

III.A. O enquadramento das carteiras sob a Instrução CVM nº 555/2014

30. Conforme já reconhecido por este Colegiado, a observância das diretrizes da política de investimento não constitui exigência meramente formal¹³. Trata-se de importante mecanismo destinado a assegurar que a carteira do fundo de investimento permaneça aderente ao mandato conferido aos seus prestadores de serviços, bem como ao perfil de risco assumido pelos seus cotistas¹⁴. Nesse arranjo, a política de investimento desempenha dupla função: no plano interno, delimita o espaço de atuação do gestor e fornece parâmetros para a supervisão exercida pelo administrador fiduciário; no plano externo, permite ao cotista formar

¹³ Conforme registrado pelo Colegiado no PAS CVM nº RJ2016/295 (Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 07/05/2019), “é fundamental que os critérios de composição da carteira sejam claramente definidos, não só para nortear as decisões de investimento tomadas pelo gestor, como também para permitir ao administrador fiduciário verificar – a posteriori – o enquadramento da carteira de cada fundo administrado à sua respectiva política de investimento”. Em linha semelhante, no PAS CVM nº RJ2005/9245 (Rel. Pres. Marcelo Fernandez Trindade, j. em 16/01/2007), as políticas de investimento foram qualificadas como normas de natureza prudencial, voltadas à redução dos riscos assumidos pelos fundos de investimento.

¹⁴ A doutrina igualmente ressalta a relevância desse instrumento para orientar a alocação dos recursos e preservar os objetivos de risco e rentabilidade que informaram a decisão de investimento. Nesse sentido: “Dentre as matérias que devem ser disciplinadas no regulamento do fundo, a sua política de investimentos é de extrema relevância, pois determina como serão aplicados os recursos do fundo, garantindo que sejam observados os objetivos dos cotistas em termos de risco e rentabilidade.” (Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, Mercado de Capitais: Regime Jurídico, 4. ed., São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 137).



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

www.cvm.gov.br

expectativa fundada quanto à natureza, à composição e aos riscos do fundo, constituindo elemento essencial da própria decisão de investimento.

31. Por essa razão, o desenquadramento da carteira se caracteriza objetivamente pela superação dos limites previstos na regulamentação ou na própria política de investimento do fundo¹⁵, independentemente da demonstração de prejuízo efetivo aos cotistas ou de vantagem auferida pelos prestadores de serviços¹⁶. O que se busca preservar, a partir disso, é a manutenção da carteira dentro dos parâmetros de risco previamente definidos e, por consequência, a viabilidade e a regularidade do fundo como veículo coletivo de investimento.

32. A constatação objetiva do desenquadramento da carteira não basta, contudo, para atribuir, de maneira indistinta, a responsabilidade pelo eventual descumprimento das regras de desenquadramento aplicáveis aos prestadores de serviços do fundo. Para esse fim, é necessário identificar os deveres que a regulamentação confere ao gestor e ao administrador fiduciário em cada etapa da formação, do acompanhamento e da eventual correção da carteira.

33. Ao longo do tempo, a distribuição de tais deveres foi objeto de algumas alterações. No regime da Instrução CVM nº 409/2004, após as mudanças promovidas pela Instrução CVM nº 450/2007, a regulamentação passou a atribuir conjuntamente ao gestor e ao administrador a responsabilidade pela observância dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro, de composição da carteira e de exposição a fatores de risco, nos termos do seu art. 88, *caput*¹⁷. Conforme se extrai do §4º do mesmo dispositivo, cabia ao administrador e ao gestor acompanhar diariamente o enquadramento do fundo, sem que a norma estabelecesse expressamente uma divisão funcional entre os momentos de atuação de

¹⁵ Nesse sentido: (i) PAS CVM nº RJ2016/295, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 07/05/2019; e (ii) PAS CVM nº RJ2019/1400, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 17/12/2019.

¹⁶ A regulamentação admite, contudo, que a carteira permaneça temporariamente fora desses limites quando a desconformidade decorra de acontecimentos exógenos e alheios às decisões dos prestadores de serviços. É o denominado “desenquadramento passivo”, cuja caracterização depende do preenchimento dos requisitos regulamentares, notadamente o caráter imprevisível e significativo do evento e a adoção tempestiva das providências necessárias ao reenquadramento. A esse respeito, cf.: PAS CVM nº RJ2005/9245, Pres. Rel. Marcelo Trindade, j. em 16/01/2007.

¹⁷ Art. 88. O administrador e o gestor respondem pela inobservância dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro, de composição e concentração de carteira, e de concentração em fator de risco, estabelecidos nesta Instrução e no Regulamento.



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

www.cvm.gov.br

cada um¹⁸. Ao administrador incumbia, adicionalmente, adotar as providências de comunicação previstas na regulamentação, conforme previsto no art. 88, §1º, da Instrução CVM nº 409/2004¹⁹. Tratava-se, assim, de regime de acompanhamento concorrente, ainda que determinadas medidas fossem especificamente atribuídas ao administrador fiduciário.

34. Ocorre que, ainda sob esse regime, o Colegiado já havia se manifestado sobre o alcance das atribuições do administrador fiduciário em matéria de enquadramento. Na época, entendeu-se que, embora não lhe coubesse fiscalizar previamente cada aquisição realizada pelo gestor, nem reexaminar o mérito das decisões de investimento, competia-lhe verificar, após a realização das operações, a conformidade da carteira com o regulamento e com a regulamentação aplicável. Nesse sentido:

“Conforme já destacado, não se exige que o administrador, para cumprir o disposto no art. 65, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04, fiscalize previamente a aquisição de determinado título ou valor mobiliário pelo gestor, muito menos que exerça um juízo prévio de valor dos títulos e/ou valores mobiliários que são selecionados pelo gestor. **Espera-se, no entanto, que o administrador seja capaz de verificar, diariamente e após a liquidação das operações e a consolidação dos investimentos do fundo investido, o enquadramento da carteira às regras do regulamento e da regulamentação aplicável**, como determina o artigo 88, §1º, da Instrução CVM nº 409/04. A função fiscalizadora do administrador se restringe à adequação dos atos do gestor às regras do regulamento do fundo e às demais normas vigentes, não entrando no mérito de seus atos.”²⁰ (grifos meus)

35. Com a entrada em vigor da Instrução CVM nº 555/2014, a regulamentação incorporou expressamente, no plano normativo, essa orientação acerca da distinção funcional entre os prestadores de serviço do fundo. Embora tenha preservado a responsabilidade tanto do administrador quanto do gestor pela observância dos limites aplicáveis à carteira, **o novo**

¹⁸ Art. 88 [...] §4º O administrador e o gestor deverão acompanhar diariamente o enquadramento aos limites estabelecidos nesta Instrução e o fator de risco da carteira do fundo, de forma a manter a classe adotada no regulamento e a política de investimento do fundo.

¹⁹ Art. 88 [...] §1º Sem prejuízo da responsabilidade do gestor, o administrador deverá informá-lo, e à CVM, da ocorrência de desenquadramento, até final do dia seguinte à data do desenquadramento.

²⁰ PAS CVM nº RJ2012/6987, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 19/08/2013.



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

www.cvm.gov.br

regime passou a explicitar as atribuições de cada um segundo o momento de sua atuação no processo de investimento.

36. Nos termos do art. 104 da Instrução CVM nº 555/2014, o administrador fiduciário permaneceu como responsável pela observância dos limites aplicáveis à carteira, com a ressalva de que, quando contratada a gestão profissional, o gestor também responderia por essa obrigação. Ademais, nos termos do §2º, inciso I, do referido dispositivo, caberia ao gestor avaliar, antes da realização de cada operação, seus efeitos sobre os limites de composição e concentração da carteira. Ao administrador, por sua vez, incumbia acompanhar o enquadramento após a execução das operações e diligenciar pela correção de eventual desconformidade, no melhor interesse dos cotistas.

37. O regime instituído pela Instrução CVM nº 555/2014 assumia, portanto, caráter sequencial e complementar. Ao gestor cabia atuar no momento da decisão de investimento, prevenindo que a operação produzisse o desenquadramento. De seu turno, ao administrador incumbia examinar a carteira já formada e reagir aos desvios que viessem a se materializar.

38. Essa repartição de atribuições, contudo, **não convertia o administrador em mero receptor passivo dos efeitos das decisões tomadas pelo gestor**. Embora o gestor ocupasse posição preponderante na condução cotidiana das operações e na seleção dos investimentos, o administrador permanecia sujeito a deveres próprios e permanentes de controle e supervisão, que ultrapassavam a execução de tarefas meramente formais ou administrativas. Na prática, tal diferenciação apenas refletia as distintas posições informacionais e operacionais ocupadas pelos dois prestadores de serviço, sem criar esferas isoladas ou excludentes de responsabilidade.

39. Nesse sentido, o art. 104, §1º, da Instrução CVM nº 555/2014 atribuía ao administrador fiduciário o dever de acompanhar diariamente o enquadramento da carteira, com base no patrimônio líquido do fundo apurado com, no máximo, um dia útil de defasagem²¹. Constatada

²¹ Art. 104 [...] §1º O administrador deve acompanhar o enquadramento aos limites referidos no caput, que devem ser cumpridos diariamente, com base no patrimônio líquido do fundo com no máximo 1 (um) dia útil de defasagem.



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

www.cvm.gov.br

alguma desconformidade, cabia-lhe ainda comunicá-la ao gestor e à CVM até o final do dia seguinte à sua ocorrência, nos termos do §4º do referido dispositivo²².

40. Tais deveres coadunavam-se, ademais, com a própria posição ocupada pelos administradores fiduciários no âmbito da Instrução CVM nº 555/2014, os quais se configuravam como verdadeiros *gatekeepers* na estrutura de governança do fundo. Assim, além de assegurar o regular funcionamento operacional do veículo, competia-lhes zelar pela conformidade de suas atividades com o regulamento e com a regulamentação aplicável²³, o que, nos termos do art. 90, inciso X, da referida Instrução²⁴, também abrangia a fiscalização dos serviços prestados por terceiros contratados.

41. Esse dever de fiscalização não configurava, contudo, obrigação de resultado, de modo que não se exigia que o administrador fiduciário assegurasse a identificação de toda e qualquer irregularidade, muito menos que reproduzisse as atividades atribuídas ao gestor ou aos demais prestadores de serviços do fundo de investimento²⁵. Tratava-se, em verdade, de obrigação de

²² Art. 104 [...] § 4º Sem prejuízo da responsabilidade do gestor, o administrador deve informá-lo, e à CVM, da ocorrência de desenquadramento, até o final do dia seguinte à data do desenquadramento.

²³ Vale destacar, a esse respeito, que, no regime normativo vigente, a Resolução CVM nº 175/2022 reorganizou essa distribuição de atribuições. No regime atual, administrador e gestor são qualificados como prestadores de serviços essenciais, cada qual responsável pelos deveres inseridos em sua esfera de atuação, tendo sido atribuída ao gestor a responsabilidade primária pela observância dos limites de composição, concentração e exposição a fatores de risco. Essa evolução normativa não altera, contudo, o regime jurídico aplicável ao período ora examinado.

²⁴ Art. 90. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: [...] X – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.

²⁵ A esse respeito, vale mencionar o entendimento manifestado pelo então Diretor Pablo Renteria no âmbito do PAS CVM nº RJ2013/5456 (Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 20/10/2015), no sentido de que a mera constatação de irregularidades praticadas pelo prestador fiscalizado não é suficiente, por si só, para demonstrar o descumprimento do dever de supervisão pelo administrador, sob pena de convertê-lo em obrigação de garantia e de objetivar a responsabilidade administrativa. Nesse sentido, cf.: “Nesse particular, entendo que ambos os acusados devem ser absolvidos, uma vez que não se encontra devidamente comprovada nos autos a materialidade da prática do ilícito. Pela leitura da peça acusatória, parece-me que a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN concluiu que os acusados haviam falhado na fiscalização, em razão – e tão somente em razão – das evidências de que o Custodiante havia descumprido diversos de seus deveres regulamentares. Desse modo, acredito que a peça acusatória tenha adotado o seguinte raciocínio: se uma pessoa comete um ilícito, aquele a quem incumbe fiscalizá-la teria, necessariamente, se omitido no cumprimento desse seu dever, porque se tivesse sido diligente, teria impedido ou, ao menos, identificado a prática ilícita. Tal argumento, contudo, não me parece correto, haja vista transformar o dever de fiscalização em obrigação de garantia, por força da qual o fiscalizador assumiria a responsabilidade integral pelos desvios cometidos por terceiro, independentemente dos esforços que tenha, concretamente, envidado em sua supervisão. Há, nessa maneira de conceber a atividade do administrador, uma objetivação da responsabilidade administrativa, que não me parece conforme ao regime jurídico da atividade sancionadora desempenhada pela CVM. Entendo, diferentemente, que o dever de fiscalização que compete ao administrador de fundos e ao seu diretor



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

www.cvm.gov.br

meio, cujo cumprimento deveria ser aferido à luz das rotinas, dos controles e dos fluxos de informação implementados, bem como da diligência demonstrada diante das informações e dos sinais de alerta efetivamente disponíveis²⁶.

42. **Essa mesma lógica de repartição de responsabilidades projetava-se, ainda, sobre a verificação do enquadramento da carteira quando o fundo investia em cotas de outros fundos.** Nessas estruturas, um exame restrito aos ativos diretamente registrados na carteira do fundo investidor poderia não revelar a exposição econômica por ele efetivamente assumida, de modo que, nas hipóteses previstas na regulamentação, fazia-se necessário considerar também as posições mantidas pelos fundos investidos.

43. Na prática, a consolidação das carteiras permitia identificar os emissores, as modalidades de ativos e os fatores de risco aos quais o fundo investidor se encontrava indiretamente exposto. Com isso, evitava-se que a interposição de outros veículos de investimento esvaziasse a efetividade dos limites estabelecidos na regulamentação ou na política de investimento do fundo²⁷.

responsável constitui obrigação de meios, em virtude da qual aqueles se comprometem a empregar os seus melhores esforços na supervisão dos serviços prestados por terceirizados. Nesse sentido, estão obrigados a estabelecer rotinas efetivas de fiscalização e a avaliar, regularmente, a eficácia desses procedimentos, com vista a corrigir falhas eventuais e introduzir aperfeiçoamentos necessários.”.

²⁶ Nesse sentido, cf.: “Primeiro, a CVM reconhece que não é exigido dos administradores que refaçam as atividades dos prestadores de serviço contratados. Tal exigência, além de impraticável e ineficiente, não se coadunaria com a natureza da obrigação de supervisão do administrador, que é de meio e não de resultado. O Colegiado entende, nessa linha, que o dever que o administrador assume é de emprego dos melhores esforços no desempenho de suas funções, não se lhe estendendo responsabilidade caso comprove que estabeleceu rotinas e procedimentos de fiscalização eficientes e que reagiu de maneira satisfatória diante de sinais de alerta identificados. Caso demonstrado que havia procedimentos adequados e suficientes, ainda que o prestador de serviço contratado tenha incorrido em irregularidade, não haverá de se cogitar a responsabilização do administrador.” (19957.008901/2016-44, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 17/05/2022).

²⁷ Como já reconhecido pelo Colegiado, a interposição de fundos de investimento não pode ser utilizada para contornar restrições aplicáveis à carteira do veículo investidor, sob pena de permitir que exposições vedadas ou limitadas fossem assumidas indiretamente e de frustrar a finalidade da regulamentação. Nesse sentido: “33. Evidentemente, o fundo de investimento em cotas de fundos de investimento não pode servir como veículo jurídico apto a permitir investimentos, ainda que indiretos (através das aplicações realizadas pelos fundos investidos), vedados àquela classe de fundo. 34. Afinal, caso assim não fosse, bastaria estruturar um fundo de investimento em cotas para se esquivar das normas regulatórias aplicáveis a determinado fundo, de modo a frustrar o objetivo regulatório ali estabelecido.”. (PAS CVM nº 19957.010223/2019-22, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 11/07/2023).



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

www.cvm.gov.br

44. Ao disciplinar a matéria, o art. 122 da Instrução CVM nº 555/2014²⁸ estabelecia as hipóteses em que as aplicações integrantes das carteiras dos fundos investidos deveriam ser consideradas para a aferição dos limites aplicáveis ao fundo investidor. Nos termos do seu §1º, o dispositivo em questão também previa situações em que a consolidação poderia ser dispensada – notadamente em estruturas caracterizadas pela independência entre os prestadores responsáveis pela gestão das diferentes carteiras.

45. O referido normativo também atribuía expressamente ao administrador fiduciário responsabilidade própria pelo controle do enquadramento consolidado. Nos termos de seu art. 104, §3º²⁹, cabia-lhe verificar se, consideradas conjuntamente as aplicações do fundo investidor e aquelas integrantes das carteiras dos fundos investidos, permaneciam observados os limites de composição e concentração previstos na regulamentação e no regulamento.

46. Naturalmente, nesse contexto também se preservava a lógica sequencial instituída pelo art. 104. Ao gestor cabia avaliar, antes da realização das operações, a observância dos limites aplicáveis à carteira. Ao administrador, por sua vez, incumbia acompanhar o enquadramento após a realização das operações e, **especificamente quando a política de investimento admitisse aplicações em outros fundos, diligenciar para que os limites permanecessem observados na consolidação das carteiras**, ressalvadas as hipóteses previstas no art. 122 da Instrução CVM nº 555/2014.

47. Aplicava-se, ainda, o entendimento já consolidado de que não competia ao administrador fiduciário refazer ou verificar individualmente todas as operações realizadas pelo gestor, mas sim adotar os procedimentos, mecanismos e controles internos necessários ao adequado cumprimento de suas atribuições. Cabia-lhe, portanto, manter estrutura de controle compatível com suas responsabilidades, apta a fiscalizar e monitorar o

²⁸ Art. 122. Os fundos de investimento são obrigados a consolidar as aplicações dos fundos investidos. §1º Ficam dispensadas da obrigação de que trata o caput as aplicações realizadas pelo fundo investidor em: I – fundos geridos por terceiros não ligados ao administrador ou ao gestor do fundo investidor; e II – fundos de índice negociados em mercados organizados. §2º Para que possa se valer da dispensa de que trata o § 1º, o fundo deve prever, em seu regulamento, vedação expressa à aplicação em cotas de fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais.

²⁹ Art. 104 [...] § 3º Caso a política de investimento do fundo permita a aplicação em cotas de outros fundos, o administrador deve assegurar-se de que, na consolidação das aplicações do fundo investidor com as dos fundos investidos, os limites de aplicação previstos ali referidos não são excedidos, observado o disposto no art. 122.



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

www.cvm.gov.br

enquadramento dos fundos sob sua administração, **inclusive no que se refere à consolidação das carteiras, nos termos exigidos pela regulamentação.**

48. Por fim, convém registrar que a consolidação das carteiras e a participação do administrador fiduciário em seu acompanhamento não constituíram inovações introduzidas pela Instrução CVM nº 555/2014. Como visto, esses elementos já estavam presentes no regime da Instrução CVM nº 409/2004, ainda que a disciplina tenha sido posteriormente aperfeiçoada e sistematizada.

49. Nesses termos, destaco que, embora a redação original da Instrução CVM nº 409/2004 não contivesse cláusula geral com a mesma estrutura do art. 122, a Instrução CVM nº 465/2008 reformulou o art. 115-A e passou a dispensar, no âmbito dos fundos de investimento em cotas, a consolidação das aplicações em fundos cujas carteiras fossem geridas por terceiros não ligados ao administrador ou ao gestor do fundo investidor. A independência entre os responsáveis pela gestão das diferentes carteiras já constituía, portanto, elemento relevante para delimitar o alcance da consolidação antes mesmo da edição da Instrução CVM nº 555/2014.

50. Fixadas essas premissas, passo ao exame das circunstâncias do caso concreto.

III.B. O desenquadramento da carteira do OABPrev-RJ

51. Antes de examinar a responsabilidade dos acusados, cumpre verificar se, no período relevante, a carteira do Fundo observou os limites estabelecidos no Regulamento.

52. Como visto, a Política de Investimento estabelecia limites específicos para a alocação em fundos estruturados, entre eles o limite global de 15% e limites individuais aplicáveis a determinadas modalidades de fundos. Ademais, nas hipóteses previstas na regulamentação, esses parâmetros deveriam ser aferidos mediante a consolidação das exposições direta e indireta do OABPrev-RJ, nos termos do art. 5º, §5º, do Regulamento. A partir de tais disposições, a SIN reconstruiu a exposição econômica do Fundo, por meio dos CDAs 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

www.cvm.gov.br

OABPrev-RJ e do FL Dourado, bem como a partir dos dados apresentados pelo administrador fiduciário do Apolo FIM.

53. Ocorre que a utilização da carteira do Apolo FIM para a realização desses cálculos suscitou duas questões distintas pelos acusados, as quais convém examinar separadamente. A primeira dessas questões envolve avaliar se há suporte documental suficiente para conferir a composição atribuída pela Acusação ao Apolo FIM. A segunda é determinar se, ainda que tais informações sejam confiáveis, essa terceira camada da estrutura de investimento deveria efetivamente integrar a consolidação, à luz da regulamentação aplicável.

54. Quanto ao primeiro aspecto, José Carlos Rosa sustenta que a Acusação não teria produzido prova adequada das posições mantidas pelo Apolo FIM. Segundo o acusado, diferentemente do que ocorreu com o OABPrev-RJ e o FL Dourado, não foram juntados aos autos os respectivos CDAs ou documentos equivalentes que permitissem verificar, de forma independente, os ativos e percentuais utilizados pela SIN.

55. A objeção, contudo, não me parece suficiente para infirmar, sob o aspecto probatório, os dados utilizados pela área técnica. O Termo de Acusação identifica expressamente a origem das informações utilizadas, ao registrar que a composição mensal do Apolo FIM foi elaborada a partir dos dados apresentados à CVM por seu administrador³⁰. Ademais, a consulta aos registros históricos de tal veículo disponíveis na base pública da autarquia permite reproduzir, mês a mês, os ativos e os percentuais individuais indicados pela SIN, ressalvadas diferenças ordinárias de arredondamento³¹.

56. Embora fosse recomendável que os dados empregados nessa reconstrução fossem devidamente identificados nos autos, com a juntada dos documentos que lhes serviram de suporte, essa circunstância não é suficiente, no presente caso, para concluir que as informações reproduzidas pela SIN seriam arbitrárias ou insuscetíveis de verificação. Não acolho, portanto,

³⁰ Doc. nº 2324708, §28.

³¹ Com efeito, as informações relativas à composição histórica da carteira do Apolo FIM consideradas neste voto foram conferidas a partir dos registros disponíveis na base pública da CVM, por meio da ferramenta de consulta a fundos de investimento. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/consultas/fundos.html> (acesso em 07/08/2026).



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

www.cvm.gov.br

o argumento de José Carlos Rosa de que a composição atribuída ao Apolo FIM deva ser desconsiderada por ausência de qualquer suporte verificável.

57. **Isso não significa, contudo, que essas posições devam integrar a consolidação das carteiras ora analisadas.** Embora o Apolo FIM fosse investido pelo FL Dourado, durante o período relevante, tal fundo era administrado pela G.C.C.T.V.M. S.A. e gerido pela T.G.R. Ltda., instituições distintas e, segundo os elementos disponíveis, não ligadas ao administrador ou ao gestor do FL Dourado. Em razão disso, entendo que, nessa camada específica da estrutura de investimento, incide a dispensa prevista no art. 122, §1º, da Instrução CVM nº 555/2014 para aplicações em fundos geridos por terceiros não ligados ao administrador ou ao gestor do fundo investidor.

58. Também é relevante considerar, a esse respeito, que, quando o FL Dourado passou a investir no Apolo FIM, em fevereiro de 2017, aquele já era destinado exclusivamente a investidores profissionais³². Aplica-se, assim, o entendimento manifestado no Processo CVM nº 19957.003090/2015-12³³, segundo o qual esses fundos podem valer-se das dispensas do §1º do art. 122 da Instrução CVM nº 555/2014 independentemente do atendimento à condição adicional prevista no seu §2º.

59. Há, portanto, uma diferença entre as duas camadas da estrutura de investimentos ora analisada. A aplicação do OABPrev-RJ no FL Dourado estava sujeita à consolidação, pois ambos eram geridos pela FL Gestora. Já o investimento do FL Dourado no Apolo FIM enquadrava-se na dispensa aplicável a fundos geridos por terceiros não ligados aos prestadores do fundo investidor.

³² Conforme o disposto no art. 1º, parágrafo único, do regulamento do FL Dourado vigente em janeiro de 2017: “ARTIGO 1º [...] Parágrafo Único – O FUNDO destina-se a receber aplicações de investidores classificados como profissionais, (individualmente, apenas “Cotista”, e quando tomados coletivamente denominados “Cotistas”).” (doc. nº 2327627).

³³ Em síntese, o Processo CVM nº 19957.003090/2015-12 (d. em 27/10/2015) teve origem em consulta formulada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA acerca da interpretação de diversos dispositivos da Instrução CVM nº 555/2014. No ponto pertinente a este PAS, a Associação questionou a aplicabilidade, aos fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais, da condição prevista no art. 122, §2º, para utilização das dispensas de consolidação estabelecidas no §1º do mesmo artigo. A SIN entendeu que essa condição se destinava à proteção dos fundos não destinados a investidores profissionais e, por isso, não deveria alcançar os fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais. Em reunião de 27/10/2015, o Colegiado, por unanimidade, acompanhou esse entendimento.



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

www.cvm.gov.br

60. O próprio Regulamento conduz à mesma conclusão, pois, embora determinasse a consolidação das exposições direta e indireta, seu art. 5º, §5º, ressaltava expressamente as hipóteses de dispensa previstas na regulamentação aplicável.

61. Por essas razões, entendo que **a consolidação deve alcançar os fundos estruturados diretamente mantidos pelo FL Dourado, mas não as posições subjacentes do Apolo FIM.**

62. Delimitado o alcance da consolidação, cumpre definir também o período relevante para a análise. Nesse sentido, ainda que os cálculos apresentados no Termo de Acusação se estendam até fevereiro de 2018, é importante considerar que a FL Gestora e a BNY Mellon deixaram de prestar serviços ao Fundo ao final de julho de 2017. **Assim, para as imputações examinadas neste PAS, a análise deve abranger apenas o período de dezembro de 2016 a julho de 2017.** Ficam definidos, dessa forma, tanto as posições que devem integrar a consolidação quanto o período em que o eventual desenquadramento deve ser aferido.

63. À luz desses parâmetros, foram revisitados os cálculos que embasaram o Termo de Acusação, a partir das informações constantes dos autos do PAS. Para tanto, recalculou-se a exposição consolidada do OABPrev-RJ aos fundos estruturados. Ao final, essa conferência revelou, em determinadas competências, diferenças pontuais entre os percentuais recalculados e aqueles indicados na Tabela 7 do Termo de Acusação³⁴. Tais divergências, contudo, não repercutem sobre a conclusão quanto ao desenquadramento, uma vez que, em todos os meses analisados, os percentuais apurados permaneceram superiores ao limite global de 15% estabelecido no Regulamento do Fundo. A conclusão alcançada pela Acusação, portanto, permanece inalterada, ainda que os valores recalculados não coincidam integralmente com aqueles por ela apresentados.

64. Para além dessa conferência, procedeu-se também com o cálculo da exposição consolidada excluído o Apolo FIM, com o objetivo de verificar, de forma autônoma, as conclusões relevantes para as imputações examinadas. A reconstrução da exposição consolidada observou os seguintes parâmetros: **(i)** foram consideradas as posições diretamente

³⁴ Esclarece-se, ademais, que a revisão realizada não permitiu identificar erro nas tabelas constantes do Termo de Acusação. As diferenças pontuais observadas entre os percentuais recalculados e aqueles ali indicados não são suficientes, por si sós, para afastar a consistência dos cálculos apresentados pela Acusação, nem alteram as conclusões por ela alcançadas.



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

www.cvm.gov.br

mantidas pelo OABPrev-RJ, conforme o CDA do Fundo juntado aos autos³⁵; **(ii)** a elas foram acrescidas as exposições aos fundos estruturados diretamente integrantes da carteira do FL Dourado, identificadas a partir do CDA de tal veículo juntado aos autos³⁶, na proporção correspondente à participação do OABPrev-RJ nesse veículo; e, por fim, **(iii)** foram excluídas as posições subjacentes ao Apolo FIM, pelas razões anteriormente expostas. A análise ficou restrita, ainda, ao período acima delimitado.

65. Os resultados dessa apuração são apresentados nas tabelas a seguir³⁷. A **Tabela 1** indica a participação do FL Dourado e do Osasco Properties FII na carteira direta do Fundo. A **Tabela 2** apresenta os fundos estruturados diretamente mantidos pelo FL Dourado, excluído o Apolo FIM. Por fim, a **Tabela 3** demonstra a exposição consolidada do Fundo, apurada mediante a ponderação acima descrita.

Tabela 1 - OABPrev-RJ: participação do FL Dourado e do Osasco Properties FII em % do patrimônio líquido

Mês	Fundo FL Dourado	Osasco FII
dez/16	54,83%	6,67%
jan/17	62,56%	6,82%
fev/17	64,42%	6,76%
mar/17	67,54%	6,67%
abr/17	71,65%	6,62%
mai/17	85,35%	6,54%
jun/17	85,24%	6,57%
jul/17	85,12%	6,57%

³⁵ Doc. nº 2325816.

³⁶ Doc. nº 2327545.

³⁷ Para apurar as exposições indiretas, em cada competência mensal, multiplicou-se o percentual de participação do OABPrev-RJ no FL Dourado pelo percentual representado por cada ativo na carteira deste último. À exposição assim obtida foram acrescidas, quando existentes, as posições diretamente mantidas pelo OABPrev-RJ nos mesmos ativos. Para a apuração dos limites individuais, o cálculo foi realizado separadamente para cada fundo. As posições subjacentes ao Apolo FIM foram excluídas pelas razões expostas acima. Os percentuais apresentados foram arredondados para duas casas decimais.



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

www.cvm.gov.br

Tabela 2 – FL Dourado: exposição direta a fundos estruturados em % do patrimônio líquido

Mês	SOFI FII	HOPE I FIDC	FGRP FII	Osasco FII	Reag Infra FIP	Credit Brasil FIDC
dez/16	11,27%	4,98%	—	—	—	—
jan/17	19,96%	3,93%	18,97%	—	—	—
fev/17	19,70%	3,45%	18,27%	—	—	2,04%
mar/17	18,57%	2,93%	17,22%	—	—	3,90%
abr/17	19,53%	2,43%	16,12%	3,67%	—	3,69%
mai/17	19,59%	1,75%	13,39%	6,50%	—	3,10%
jun/17	20,02%	1,48%	13,47%	6,53%	—	3,16%
jul/17	22,14%	—	9,85%	7,98%	—	—

Tabela 3 - OABPrev-RJ: exposição consolidada a fundos estruturados, excluído o Apolo FIM, em % do patrimônio líquido

Mês	FII	FIDC	FIP	Total Fundos Estruturados
dez/16	12,85%	2,73%	—	15,58%
jan/17	31,18%	2,46%	—	33,64%
fev/17	31,22%	3,53%	—	34,75%
mar/17	30,84%	4,61%	—	35,45%
abr/17	34,79%	4,38%	—	39,17%
mai/17	40,23%	4,14%	—	44,37%
jun/17	40,69%	3,96%	—	44,64%
jul/17	40,59%	—	—	40,59%

66. Os resultados demonstram que a exclusão da carteira do Apolo FIM não altera a conclusão quanto ao limite global de 15% previsto no Regulamento, uma vez que **esse percentual foi superado em todas as competências examinadas**. Já em dezembro de 2016, antes de qualquer investimento do FL Dourado no Apolo FIM, a exposição consolidada



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

www.cvm.gov.br

alcançava 15,58% do patrimônio líquido do OABPrev-RJ. Em janeiro de 2017, superou 33%, atingiu 44,64% em junho e permaneceu em 40,59% em julho.

67. A aferição dos limites individuais para fundos estruturados, por sua vez, exige cálculo distinto. Como o limite de 10% do patrimônio líquido do Fundo incidia separadamente sobre cada FII, a exposição agregada à modalidade não é suficiente para identificar o desenquadramento. É necessário verificar, para cada veículo, a soma da posição diretamente mantida pelo OABPrev-RJ com a exposição proporcional decorrente de sua participação no FL Dourado.

68. A **Tabela 4**, a seguir, apresenta esse cálculo para os principais FIIs presentes na estrutura de investimentos.

Tabela 4 - OABPrev-RJ: exposição consolidada aos principais FIIs, excluído o Apolo FIM, em % do patrimônio líquido

Mês	SOFI FII	FGRP FII	Osasco Properties FII
dez/16	6,18%	—	6,67%
jan/17	12,49%	11,87%	6,82%
fev/17	12,69%	11,77%	6,76%
mar/17	12,54%	11,63%	6,67%
abr/17	13,99%	11,55%	9,25%
mai/17	16,72%	11,43%	12,09%
jun/17	17,07%	11,49%	12,14%
jul/17	18,84%	8,38%	13,36%

69. Essa apuração mostra que, em dezembro de 2016, nenhum dos FIIs superava individualmente o limite de 10%. **A partir de janeiro de 2017, porém, as exposições ao SOFI FII e ao FGRP FII passaram a excedê-lo.** A exposição ao Osasco Properties FII, quando considerada conjuntamente a posição direta do OABPrev-RJ e aquela mantida por intermédio do FL Dourado, superou o limite a partir de maio. Em julho, permaneciam desenquadradas as exposições ao SOFI FII e ao Osasco Properties FII.



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

www.cvm.gov.br

70. **A reconstrução acima demonstra, portanto, a superação tanto do limite global aplicável aos fundos estruturados quanto, a partir de janeiro de 2017, de determinados limites individuais.**

71. Resta, por fim, examinar se as objeções apresentadas pelos acusados especificamente sobre o desenquadramento da carteira do Fundo alteram essa conclusão.

72. Nesse plano, subsistem duas alegações. A primeira, formulada por José Carlos Rosa, decorre da previsão, constante do Regulamento, de investimentos “sem limites” em fundos administrados ou geridos pelos mesmos prestadores de serviços do Fundo. A segunda, suscitada por BNY Mellon e Carlos Salomonde, repousa na alegação de que a aplicação direta do OABPrev-RJ em cotas do FL Dourado era admitida pelo Regulamento.

73. Quanto à primeira objeção, a interpretação sustentada por José Carlos Rosa confunde critérios distintos previstos na Política de Investimento. O quadro de limites por emissor estabelecia que a posição em cotas de fundos de investimento não estava sujeita a teto específico e previa, igualmente, investimentos “sem limites” em fundos administrados ou geridos pelos prestadores de serviços ou por empresas a eles ligadas³⁸. Em seção autônoma, contudo, a Política de Investimento fixava limites por modalidade de ativo, entre eles o limite global de 15% para fundos estruturados e os limites individuais aplicáveis a FIIs, FIDCs e FIPs³⁹.

74. Ao contrário do que sustenta o acusado, esses parâmetros incidiam cumulativamente, de modo que a ausência de limite por emissor permitia que parcela expressiva do patrimônio fosse aplicada em cotas de determinado fundo, mas não afastava as restrições incidentes sobre as modalidades de ativos às quais o Fundo ficava economicamente exposto.

75. A meu ver, interpretar o Regulamento de outro modo significaria esvaziar os limites específicos aplicáveis a fundos estruturados sempre que a exposição fosse constituída por intermédio de veículo administrado ou gerido por um dos prestadores de serviços.

76. Em segundo lugar, tampouco afasta a conclusão sobre o desenquadramento da carteira do Fundo o fato de a aplicação direta do OABPrev-RJ no FL Dourado, isoladamente

³⁸ Doc. nº 2325751, p. 11.

³⁹ Doc. nº 2325751, p. 12.



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

www.cvm.gov.br

considerada, encontrava-se dentro dos limites previstos no Regulamento para a aquisição de cotas de fundos de investimento. Como já exposto, naquela primeira camada da estrutura de investimento incidia a regra de consolidação. A regularidade da posição no veículo intermediário não era, portanto, suficiente para assegurar o enquadramento da carteira, que dependia também das exposições aos ativos por ele mantidos.

77. Por todo o exposto, entendo demonstrado que o Fundo superou, ao longo de todo o período analisado, o limite global aplicável aos fundos estruturados e, a partir de janeiro de 2017, também determinados limites individuais previstos no Regulamento.

78. Essa conclusão, contudo, diz respeito apenas à existência objetiva do desenquadramento, mas não significa que a irregularidade possa ser automaticamente imputada a todos os acusados. A atribuição de responsabilidade depende das funções exercidas, das informações disponíveis, dos mecanismos de controle adotados e da conduta concretamente atribuível a cada um deles.

79. Passo, portanto, à análise da responsabilidade de FL Gestora, José Carlos Rosa, BNY Mellon e de Carlos Salamonde.

III.C. A responsabilidade dos acusados pelo desenquadramento da carteira do Fundo

FL Gestora

80. À luz das premissas fixadas na Seção III.A, a responsabilidade da FL Gestora deve ser examinada a partir da posição que ela ocupava na formação da carteira do Fundo. Como gestora do OABPrev-RJ, competia-lhe avaliar, antes da realização das operações, sua compatibilidade com os limites aplicáveis, nos termos do art. 104, §2º, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014. No desempenho dessa atividade, a Gestora estava igualmente sujeita aos deveres de cuidado, diligência e lealdade previstos no art. 92, inciso I, do mesmo normativo.

81. Essas obrigações assumiam especial importância no caso concreto, **pois a FL Gestora geria simultaneamente o OABPrev-RJ e o FL Dourado e, entre 12/12/2016 e 24/07/2017, o primeiro foi o único cotista do segundo.**

82. Foi justamente nesse período que o perfil de investimentos do FL Dourado se alterou de forma substancial. Como visto, até novembro de 2016, sua carteira era composta



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

www.cvm.gov.br

predominantemente por títulos públicos federais, operações compromissadas e ações de companhias abertas. A partir de dezembro daquele ano, porém, passaram a ganhar peso os investimentos em fundos estruturados, entre eles o SOFI FII, o FGRP FII e o Osasco Properties FII. Ao mesmo tempo, entre janeiro e maio de 2017, o OABPrev-RJ realizou novos aportes no FL Dourado, ampliando sua exposição indireta a esses ativos.

83. Importa destacar, ainda, que, como exposto na Seção III.B, a identificação do desenquadramento da carteira do OABPrev-RJ não dependia do conhecimento da carteira do Apolo FIM, veículo administrado e gerido por instituições não relacionadas à Gestora ou à Administradora. A FL Gestora dispunha, portanto, das informações necessárias para avaliar, previamente à realização das operações, os seus efeitos sobre o enquadramento do Fundo.

84. Diante de tais circunstâncias, entendo que **resta caracterizada a infração, pela FL Gestora, ao art. 104, §2º, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014.**

85. A referida conclusão, ademais, não é afastada pelo fato de a BNY Mellon não ter apontado, à época dos fatos, o desenquadramento da carteira do Fundo. Como exposto na Seção III.A, na vigência da Instrução CVM nº 555/2014, gestor e administrador fiduciário exerciam atribuições próprias e complementares. Disso decorre que eventuais limitações da Administradora para identificar tempestivamente a exposição indireta não afastavam o dever *ex ante* da Gestora de avaliar o enquadramento das operações.

86. A conduta da FL Gestora, contudo, não se limitou apenas à falha na aferição prévia dos limites de enquadramento do Fundo. A forma como a estratégia de investimento foi implementada e mantida durante o período relevante deve ser examinada também à luz dos deveres previstos no art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014, em especial o dever de lealdade, conforme destacado pela Acusação.

87. Entre os padrões de conduta impostos ao administrador fiduciário e ao gestor, o referido dispositivo disciplinava, na vigência da Instrução CVM nº 555/2014, os deveres de



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

www.cvm.gov.br

diligência e de lealdade de tais prestadores de serviço. Embora relacionados e, em determinadas situações, sobrepostos, esses deveres possuem conteúdos próprios⁴⁰.

88. Em linhas gerais, o dever de diligência diz respeito ao modo pelo qual o prestador de serviço do fundo desempenha suas funções e aos meios empregados para o adequado cumprimento de suas atribuições. O dever de lealdade, por sua vez, projeta-se sobre o conteúdo de sua atuação e exige que o exercício das funções fiduciárias permaneça orientado pelos interesses do fundo de investimento e de seus cotistas.

89. Na prática, a diferenciação entre esses dois deveres produz consequências relevantes para a caracterização de cada infração. A violação ao dever de diligência decorre da omissão dos cuidados, controles ou procedimentos que razoavelmente deveriam ter sido empregados para evitar ou mitigar os riscos inerentes à atividade desempenhada. Já a quebra do dever de lealdade exige algo além de uma mera deficiência procedimental, pressupondo demonstração de conduta consciente e deliberadamente incompatível com os interesses do fundo de investimento e de seus cotistas⁴¹.

90. A violação ao dever de lealdade, ademais, não depende da demonstração de que o agente tenha obtido vantagem indevida para si ou para terceiro. O elemento central da infração reside, em essência, na atuação dolosa em detrimento dos interesses dos cotistas, de modo que

⁴⁰ Essa distinção foi examinada, com clareza, pelo Colegiado no PAS CVM nº RJ2016/4271 (Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 08/01/2019), no qual se destacou que, enquanto o dever de diligência está associado predominantemente à dimensão procedimental da atuação do administrador, o dever de lealdade avança sobre o conteúdo das decisões adotadas e sobre a existência de conduta deliberadamente contrária aos interesses daqueles perante os quais o agente se encontra em posição fiduciária. Na mesma oportunidade, reconheceu-se que, embora as duas categorias possam se relacionar, a falta de diligência pode decorrer de atuação meramente culposa, ao passo que a deslealdade pressupõe elemento intencional.

⁴¹ Nesse sentido: “[...] No entanto, esses diferentes padrões de comportamento, embora tenham alguma semelhança, possuem conteúdos que não se confundem. E a distinção entre o que é diligência e o que é lealdade traz consigo consequências jurídicas relevantes tanto para os agentes regulados, que se submetem aos padrões de conduta correspondentes a tais deveres, quanto ao próprio regulador, que no exercício de sua atividade de supervisão deve entender as diferenças existentes. Isso porque o dever de diligência envolve uma análise eminentemente procedimental que, no caso dos fundos de investimento, traduz-se sobretudo na avaliação da adoção de controles internos adequados para o desempenho das atividades de seus prestadores de serviços. O descumprimento do dever de diligência pressupõe, portanto, a ausência do emprego de meios adequados para impedir a materialização de riscos imputáveis a esses agentes. **O dever de lealdade, por sua vez, demanda uma análise dos próprios atos do agente além do aspecto procedimental, de forma que sua violação exige a comprovação de um ato tomado deliberadamente em detrimento daqueles com quem ele mantém uma relação fiduciária** – no caso, os cotistas.” (grifos meus) (PAS CVM nº 19957.011774/2007-41, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 17/12/2019).



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

www.cvm.gov.br

a obtenção de benefício pelo infrator ou por terceiro pode acompanhar a conduta desleal, mas não constitui requisito para sua configuração⁴².

91. É à luz dessas premissas que deve ser examinada a atuação da FL Gestora no presente caso. Dessa forma, para avaliar a eventual caracterização da violação ao dever de lealdade na situação em tela, não basta constatar que a carteira do OABPrev-RJ permaneceu desenquadrada ou que os mecanismos de controle empregados pela Gestora se mostraram insuficientes. É necessário verificar se os elementos dos autos evidenciam, para além dessa deficiência, uma atuação consciente na implementação ou manutenção de estratégia incompatível com o mandato de investimento do Fundo.

92. A meu ver, esta circunstância adicional se faz presente no caso concreto. Isso porque a FL Gestora conhecia simultaneamente a composição das carteiras do OABPrev-RJ e do FL Dourado, bem como os limites aplicáveis ao primeiro e, ainda assim, ao longo de vários meses, manteve e ampliou a exposição do Fundo ao FL Dourado enquanto este passava a concentrar parcela crescente de seu patrimônio em fundos estruturados.

93. **Não se está, portanto, diante de erro isolado de cálculo ou de falha ocasional de controle, mas da continuidade de uma estratégia cujos efeitos sobre o enquadramento do OABPrev-RJ eram diretamente cognoscíveis pela própria Gestora.** Esse conjunto de circunstâncias demonstra, a meu ver, atuação consciente, deliberada e incompatível da FL Gestora com o mandato de investimento do Fundo, apta a caracterizar a violação ao dever de lealdade.

94. Por todo o exposto, voto pela **condenação** da FL Gestora pelas infrações ao art. 104, §2º, inciso I, e ao art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014.

⁴² Nesse sentido: “[...] 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.” (PAS CVM nº RJ2015/12087, relator diretor Pablo Renteria, j. em 24.07.2018)



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

www.cvm.gov.br

José Carlos Rosa

95. Na sequência, passo à análise da responsabilidade de José Carlos Rosa, acusado que, durante todo o período relevante, exerceu a função de diretor responsável pela atividade de gestão da FL Gestora.

96. À luz das premissas já estabelecidas na Seção II – ao examinar a alegação de inépcia do Termo de Acusação –, a responsabilização do diretor responsável não decorre automaticamente da infração praticada pela pessoa jurídica. Para tanto, é necessário verificar se os elementos dos autos permitem vincular o acusado, de forma pessoal e subjetiva, ao descumprimento das atribuições compreendidas em sua esfera de responsabilidade.

97. Como visto, José Carlos Rosa assumiu a função de diretor responsável da Gestora em 23/11/2016 e permaneceu no cargo durante todo o período em que se verificaram os desenquadramentos examinados neste PAS. O início da sua gestão coincidiu, portanto, com o início da alteração do perfil de investimentos do FL Dourado, iniciada em dezembro de 2016, e antecedeu os novos aportes realizados pelo OABPrev-RJ naquele veículo ao longo de 2017. Essa proximidade temporal, isoladamente, não é suficiente para fundamentar a responsabilidade do acusado, mas delimita o período em que sua atuação deve ser examinada e durante o qual lhe incumbia exercer as atribuições próprias do diretor responsável.

98. Primeiramente, quanto à infração ao art. 104, §2º, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014, o ponto central consiste em verificar se, na esfera de responsabilidade de José Carlos Rosa, foram adotadas medidas adequadas para assegurar que os efeitos das operações realizadas pela FL Gestora fossem previamente avaliados à luz dos limites aplicáveis ao OABPrev-RJ.

99. Sob esse aspecto, entendo que **os elementos constantes dos autos não demonstram a existência, no âmbito de atuação do acusado, de procedimentos destinados a assegurar a avaliação prévia da exposição consolidada do OABPrev-RJ.**

100. A esse respeito, a defesa sustenta que as decisões de investimento da FL Gestora eram discutidas em seu Comitê de Investimentos e Estratégico (“Comitê de Investimentos”) e adotadas de forma colegiada, com base em apresentações e recomendações formuladas por outros profissionais. Ocorre que essa estrutura decisória colegiada não afasta as atribuições



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

www.cvm.gov.br

próprias do diretor responsável. Ainda que não lhe coubesse decidir individualmente sobre cada investimento realizado pela FL Gestora, competia ao acusado adotar, manter e supervisionar mecanismos aptos a assegurar que as decisões de gestão fossem tomadas em conformidade com a regulamentação aplicável e com os limites de enquadramento previstos nos regulamentos dos fundos geridos.

101. Tampouco altera essa conclusão o fato de José Carlos Rosa ser diretor contratado, sem participação societária na FL Gestora e, segundo alega a defesa, ser subordinado ao sócio controlador da referida entidade. No limite, essas circunstâncias podem ser relevantes para compreender a estrutura interna da instituição, mas também não afastam as atribuições regulamentares inerentes à função de diretor responsável que o acusado havia assumido.

102. Por outro lado, considero a alegação de José Carlos Rosa de que as atas e os demais documentos relativos às deliberações do Comitê de Investimentos permaneceram sob a guarda da FL Gestora, com a qual o acusado não mantém mais vínculo. Em teoria, tal circunstância pode explicar a impossibilidade de apresentação desses documentos pelo acusado e, por isso, não extraio de sua ausência qualquer presunção desfavorável à defesa. O ponto relevante, contudo, é outro: os elementos efetivamente constantes dos autos não evidenciam como o processo decisório da Gestora incorporava a análise prévia do enquadramento consolidado do OABPrev-RJ, tampouco demonstram a existência de mecanismos que assegurassem a realização dessa verificação antes das operações.

103. É justamente nesse ponto que os elementos dos autos se mostram insuficientes para demonstrar a atuação do acusado em conformidade com a norma. Mais precisamente, **não foram identificados mecanismos ou controles destinados a assegurar que as exposições do OABPrev-RJ fossem examinadas conjuntamente com aquelas decorrentes dos fundos por ele investidos antes da realização das operações.**

104. A título exemplificativo, poderiam constituir evidências relevantes nesse sentido: procedimentos que exigissem que as propostas submetidas ao Comitê de Investimentos fossem acompanhadas de análise prévia de enquadramento; relatórios periódicos de risco ou compliance que contemplassem as exposições indiretas; orientações às equipes de gestão acerca dos limites aplicáveis ao OABPrev-RJ ou mesmo aos fundos em geral; ou, ainda,



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

www.cvm.gov.br

mecanismos de escalonamento destinados a submeter ao diretor responsável situações de potencial desenquadramento.

105. Mas nada disso foi demonstrado e os fatos, com efeito, apontam em outra direção. A ausência de evidências dessa natureza torna-se ainda mais significativa diante da alteração substancial do perfil do FL Dourado.

106. A bem da verdade, a deficiência identificada assume especial relevância porque a FL Gestora geria simultaneamente os dois veículos envolvidos. A aferição dos efeitos das operações realizadas no FL Dourado sobre a carteira do OABPrev-RJ, portanto, não dependia da obtenção de informações detidas por terceiros. As posições relevantes encontravam-se no âmbito da própria atividade de gestão exercida pela instituição cuja direção responsável cabia ao acusado, situação que reforçava a possibilidade e a necessidade de implementação de mecanismos capazes de identificar e prevenir eventuais desenquadramentos.

107. Diante desse conjunto de circunstâncias, **entendo caracterizada a responsabilidade de José Carlos Rosa pela infração ao art. 104, §2º, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014.**

108. A referida conclusão não é afastada, ademais, pela alegação do acusado de que a SIN deveria ter indicado quais ativos do Fundo deveriam ser alienados ou o prazo em que a sua carteira deveria ser reenquadrada. A infração ora examinada diz respeito ao dever do gestor de avaliar a observância dos limites antes da realização das operações, e não à imposição de resultado consistente no reenquadramento imediato após sua superação. Este nem é, aliás, o papel do regulador nestes casos.

109. Da mesma forma, tampouco prospera o argumento de que os efeitos relevantes observados na carteira do Fundo decorreriam de operações realizadas especificamente no FL Dourado, fundo distinto do OABPrev-RJ. Como exposto na Seção III.B, a primeira camada de investimentos estava sujeita à consolidação, e a gestão simultânea dos dois veículos pela FL Gestora tornava diretamente cognoscíveis os efeitos das operações do FL Dourado sobre o enquadramento do Fundo.

110. Isso não significa, naturalmente, que os deveres fiduciários relacionados aos dois fundos se confundissem ou que a gestão do FL Dourado devesse ser subordinada aos



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

www.cvm.gov.br

interesses particulares do OABPrev-RJ. Cada veículo possuía patrimônio, regulamento e interesses próprios, que deveriam ser considerados pela Gestora no desempenho de suas respectivas funções. O ponto é que, ao gerir o OABPrev-RJ e decidir sobre a manutenção ou ampliação de seu investimento no FL Dourado, incumbia à Gestora considerar os efeitos que a carteira deste último produzia sobre o enquadramento do Fundo. A consolidação não unificava os interesses dos dois veículos, mas impunha que tais efeitos fossem considerados na tomada das decisões relativas ao OABPrev-RJ.

111. Maior relevância assume o caráter da consulta encaminhada à SIN em 26/06/2017⁴³, por intermédio de sociedade da qual José Carlos Rosa era sócio. Na ocasião, o acusado questionou a área técnica se um fundo destinado exclusivamente a investidores profissionais estaria obrigado a observar a condição prevista no art. 122, §2º, da Instrução CVM nº 555/2014 – isto é, a prever em seu regulamento vedação expressa à aplicação em cotas de fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais – para que pudesse se beneficiar das hipóteses de dispensa de consolidação previstas no §1º do mesmo dispositivo. É significativo notar que a própria consulta tomou como exemplo investimentos em fundos geridos por terceiros não ligados ao administrador ou ao gestor do fundo investidor, partindo, portanto, de uma hipótese de dispensa já contemplada pelo §1º para indagar especificamente sobre o alcance da condição adicional prevista no §2º⁴⁴.

112. Em resposta, a SIN entendeu que a condição estabelecida no §2º não se aplicaria aos fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais para fins de fruição da dispensa de consolidação prevista no §1º. A área técnica justificou esse entendimento pela circunstância de tais fundos não estarem, em geral, sujeitos aos limites de composição e diversificação de

⁴³ Doc. nº 2463585.

⁴⁴ Nesse sentido: “Dessa forma, no que concerne aos dispositivos supracitados, reforçamos o nosso questionamento através do seguinte exemplo prático: deve um fundo de investimento multimercado, destinado exclusivamente a investidores profissionais, estipular em seu regulamento a vedação de investimentos em cotas de fundo de investimentos destinados exclusivamente a investidores profissionais, para que o mesmo possa se valer da dispensa da consolidação dos investimentos realizados **em fundos geridos por terceiros não ligados ao administrador ou ao gestor do fundo investidor?**” (grifos meus) (doc. nº 2463585, p. 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

www.cvm.gov.br

carteira, ressaltando, ao final, que aquela interpretação não necessariamente representaria a posição do Colegiado⁴⁵.

113. A princípio, a consulta evidencia que o acusado buscou esclarecimentos sobre o alcance das regras de consolidação de carteira. **Tal fato, contudo, não detém o alcance que a defesa procura-lhe atribuir.** A resposta da SIN deve ser compreendida nos limites da dúvida que lhe foi submetida: discutia-se a necessidade de cumprimento da condição adicional prevista no §2º do art. 122 da Instrução CVM nº 555/2014, **e não a existência de uma dispensa autônoma de consolidação aplicável, indistintamente, a todos os fundos destinados a investidores profissionais.**

114. A defesa procura contornar essa limitação mediante uma leitura descontextualizada da manifestação da área técnica. Ao destacar a afirmação da SIN de que fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais estariam “dispensados de observar os limites de composição e diversificação da carteira em geral”, a defesa atribui a essa passagem um efeito que ela não possui⁴⁶. No caso, a observação foi utilizada pela SIN como fundamento para afastar a exigência do §2º, mas não como enunciado destinado a ampliar as hipóteses de dispensa de consolidação estabelecidas no §1º. A tese defensiva transforma, assim, a justificativa apresentada para solucionar uma questão pontual em uma regra geral que jamais foi enunciada na resposta à consulta formulada pelo acusado.

115. Essa distinção se torna ainda mais clara quando a manifestação de 2017 é examinada à luz do entendimento que o Colegiado da CVM já havia firmado sobre o tema. Como

⁴⁵ Nesse sentido: “Prezados, entendemos que o referido dispositivo (artigo 122, § 2º, da Instrução CVM nº 555/14) não deve se aplicar a fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais para os efeitos da dispensa de consolidação dos ativos por eles investidos. Até porque tais fundos estão dispensados de observar os limites de composição e diversificação da carteira em geral, o que tornaria tal exercício de consolidação dispensável sob a ótica da conformidade à regulação pelo fundo investidor (claro que ainda poderá ter outros objetivos, a depender da demanda dos investidores envolvidos). Relembro que esta interpretação pode não representar, necessariamente, a do Colegiado sobre o tema.” (doc. nº 2463585, p. 1).

⁴⁶ A esse respeito, a defesa consigna o seguinte: “82. Além de demonstrar a boa-fé objetiva, e a austera diligência por parte do Defendente, a consulta revela uma outra questão de suma importância: a própria SIN, por meio do seu então Superintendente (autoridade técnica qualificada desta d. CVM), se manifestou no sentido de que ‘fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais’ estariam ‘dispensados de observar os limites de composição e diversificação da carteira em geral’. Daí, se constata que o presente Processo se funda, na verdade, em uma alteração extemporânea de opinião da CVM – afinal, o Processo versa precipuamente sobre limites de concentração, especificamente, no que concerne a operações ocorridas no âmbito de um fundo destinado exclusivamente a um investidor profissional, o Fundo OABPrev.” (doc. nº 2463581, p. 24).



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

www.cvm.gov.br

mencionado anteriormente, em 27/10/2015, ao apreciar consulta formulada pela ANBIMA no âmbito do Processo CVM nº 19957.003090/2015-12, o Colegiado, por unanimidade e acompanhando a manifestação da SIN, assentou que os fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais não precisam atender à condição expressa no art. 122, §2º, da Instrução CVM nº 555/2014 para se valer da dispensa prevista no §1º. A decisão, portanto, afastou apenas a condição adicional prevista no §2º, sem, contudo, alterar os pressupostos das próprias hipóteses de dispensa.

116. Pouco tempo depois, em 26/11/2015, esse entendimento foi formalmente divulgado ao mercado por meio do Ofício-Circular nº 008/2015/CVM/SIN. Dentre outras orientações, o Ofício em questão reproduziu a interpretação aprovada pelo Colegiado, esclarecendo, mais uma vez, que fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais não precisariam atender à condição do §2º para se valer da dispensa prevista no art. 122, §1º, da Instrução CVM nº 555/2014⁴⁷.

117. A resposta encaminhada ao acusado em 2017 inseriu-se, portanto, em uma linha interpretativa já consolidada e divulgada anteriormente por esta autarquia, sem qualquer ampliação das hipóteses excepcionais de dispensa de consolidação da carteira previstas na norma.

118. Tais considerações são determinantes para o caso concreto, uma vez que, como o OABPrev-RJ e o FL Dourado eram geridos pela própria FL Gestora, o investimento realizado entre tais fundos não se enquadrava na hipótese de dispensa prevista no §1º do art. 122 da Instrução CVM nº 555/2014. Aplicava-se, portanto, a regra geral de consolidação, devendo a

⁴⁷ Nesse sentido: “33. A regra geral prevista na ICVM 555 é que os fundos consolidem as aplicações dos fundos investidos na carteira dos fundos investidores (Art. 122). As exceções à regra, apresentadas no §1º do art. 122, são: (i) investimentos em fundos cujo gestor não seja ligado ao administrador ou ao gestor do fundo investidor, e (ii) investimentos em fundos de índice negociados em mercados organizados. No entanto, a utilização desta exceção à regra é condicionada a que o fundo não permita o investimento em fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais, conforme dispõe o §2º do art. 122. 34. A SIN, diante de consulta da ANBIMA sobre o tema, instou o Colegiado a avaliar a questão da consolidação no caso dos fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais. O entendimento da área técnica é de que na situação não há risco adicional a ser mitigado, já que a Instrução dá aos investidores profissionais ampla liberdade para fazer diretamente os investimentos que desejarem. Em resposta à consulta, o Colegiado emitiu, na reunião de 27/10/2015, interpretação autêntica sobre a Instrução, esclarecendo que os fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores profissionais não precisam atender à condição expressa no art. 122, §2º para se valer da dispensa prevista no art. 122, §1º” (Ofício-Circular nº 008/2015/CVM/SIN).



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

www.cvm.gov.br

posição mantida no FL Dourado ser considerada na aferição dos limites aplicáveis à carteira do OABPrev-RJ.

119. Soma-se a isso o fato de que a consulta formulada por José Carlos Rosa tampouco versava especificamente sobre a estrutura concreta desses dois fundos ou sobre a compatibilidade da carteira do FL Dourado com os limites estabelecidos no Regulamento do OABPrev-RJ. Assim, ainda que tal fato constitua elemento relevante para compreender a dúvida suscitada pelo acusado, ele não fornece respaldo suficiente para concluir que as posições do FL Dourado poderiam ser desconsideradas na aferição do enquadramento do Fundo.

120. Também é importante destacar que a consulta foi apresentada pelo acusado apenas em 26/06/2017, ao passo que o desenquadramento do Fundo já vinha sendo observado desde dezembro de 2016 e os novos aportes no FL Dourado haviam sido realizados ao longo dos meses anteriores. Com efeito, ainda que a resposta pudesse gerar alguma expectativa legítima quanto a condutas futuras abrangidas por seu objeto, ela não explica nem justifica as decisões tomadas antes de sua formulação.

121. Por sua vez, a ausência de apontamento do desenquadramento pela BNY Mellon tampouco afasta a responsabilidade de José Carlos Rosa. Como exposto, Gestora e Administradora exerciam funções próprias e ocupavam posições informacionais distintas, de modo que eventuais limitações da BNY Mellon para acompanhar a exposição indireta – as quais serão examinadas adiante – não alteram o dever atribuído ao gestor de avaliar previamente os efeitos das operações.

122. Também não modificam essa conclusão os argumentos do acusado relativos à Resolução CMN nº 3.792/2009 e ao acompanhamento da carteira realizado pela OABPrev na qualidade de cotista exclusivo do Fundo.

123. Quanto ao primeiro ponto, a defesa observa que a própria Acusação reconhece que os limites previstos naquela Resolução tinham por referência os “recursos de cada plano”, e não diretamente os recursos do Fundo. A partir dessa premissa, sustenta que a Resolução CMN nº 3.792/2009 não tinha a Gestora como destinatária direta e que o Regulamento não poderia ampliar subjetivamente o alcance da disciplina editada pelo CMN para lhe impor obrigação



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

www.cvm.gov.br

originalmente dirigida à entidade fechada de previdência complementar. Acrescenta que o próprio art. 2º do Regulamento atribuía aos cotistas o controle e a consolidação dos limites das posições dos planos previdenciários perante a regulamentação a eles aplicável e que, de outro modo, a imputação acabaria por se converter em indevida responsabilização da Gestora por descumprimento de norma do CMN, matéria que, segundo a defesa, sequer corresponde à capitulação adotada pela área técnica.

124. Não é, contudo, essa a natureza da imputação ora analisada, pois a Acusação não pretende aplicar diretamente à Gestora os limites prudenciais previstos na Resolução CMN nº 3.792/2009. Ao contrário, a área técnica reconhece expressamente que tais limites não incidiam automaticamente sobre o Fundo, mas ressalva que determinados parâmetros foram reproduzidos na Política de Investimento integrante do Regulamento e, nessa qualidade, passaram a constituir limites próprios da carteira do OABPrev-RJ, cuja observância incumbia ao seu administrador e gestor. **A fonte imediata do dever aqui examinado é, portanto, o Regulamento, conjugado com o art. 104 da Instrução CVM nº 555/2014**, que atribuía ao gestor o dever de avaliar, antes da realização das operações, a observância dos limites de composição e concentração estabelecidos na regulamentação e no próprio regulamento. Não há, assim, ampliação do âmbito subjetivo do normativo do CMN, mas aplicação de obrigação própria do regime jurídico dos fundos de investimento.

125. Quanto ao segundo argumento, José Carlos Rosa também atribui especial relevância à condição da OABPrev de cotista exclusiva do Fundo e investidor profissional. Sustenta, nesse sentido, que a entidade não se limitava a receber informações sobre a carteira, mas participava ativamente da dinâmica do Fundo, uma vez que acompanhava os seus investimentos, formulava solicitações diretamente à Gestora, aprovava demonstrações financeiras de tal veículo e, embora detivesse poderes para substituir os prestadores de serviço, manteve a FL Gestora em suas funções.

126. Tais circunstâncias, contudo, não afastam a responsabilidade do acusado na qualidade de diretor responsável da FL Gestora. A ciência, o acompanhamento ou mesmo a concordância do cotista exclusivo do Fundo com determinada estratégia de investimento não substituem a observância dos limites estabelecidos no Regulamento, muito menos transferem



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

www.cvm.gov.br

ao cotista o dever que a Instrução CVM nº 555/2014 atribuía especificamente ao gestor de verificar o enquadramento antes da realização das operações.

127. Essa compreensão encontra respaldo, inclusive, em entendimento manifestado por este Colegiado em casos envolvendo fundos exclusivos cujos recursos pertenciam, direta ou indiretamente, a entidades fechadas de previdência complementar – circunstância semelhante à verificada no presente processo quanto ao destinatário final dos recursos do Fundo. Em tais precedentes, o Colegiado assentou que: **a qualificação, a sofisticação ou a participação do cotista nas decisões de investimento não afastam a responsabilidade do gestor pelo regular cumprimento de suas obrigações contratuais e regulamentares**. Ao contrário, destacou-se que a natureza previdenciária dos recursos administrados recomendava especial diligência por parte do gestor e de seu diretor responsável. Nesse sentido:

“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. 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.”⁴⁸ (grifos meus)

⁴⁸ PAS CVM nº RJ2015/12087, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24/07/2018. No mesmo sentido: “Observe-se que a interferência do cotista único na gestão do fundo não exime o gestor contratado de suas obrigações fiduciárias, nem, tampouco, legitimaria a execução de operações prejudiciais ao fundo que o contratou, pois, se assim fosse, estaríamos diante de uma situação que não justificaria, de forma alguma, a contratação de um gestor. Em se adotando esse entendimento, a contratação da Verax seria um custo injustificável e ilógico a ser arcado pelo fundo de investimento. Os gestores de carteira são profissionais que foram especificamente contratados para exercer a gestão diligente dos recursos de terceiros, e que, por conta disso, recebem contrapartida econômica. Assim, eles possuem responsabilidade pela gestão da carteira dos fundos, como, aliás, encontrava-se expressamente previsto no contrato de gestão referente ao fundo Roland Garros. Destarte, embora não houvesse impedimento de que o cotista único fizesse sugestões de investimento, cabia ao gestor atuar de forma técnica e informada, em prol dos interesses do fundo, o que inclui, sem sombra de dúvidas, o dever de se recusar a realizar operações que fossem prejudiciais ao fundo.” (PAS CVM nº 07/2012, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 06/03/2018).



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

www.cvm.gov.br

128. Isso não significa, contudo, que os cotistas de fundos exclusivos estejam impedidos de participar, em alguma medida, da definição das decisões de investimento. Essa participação é admissível desde que se dê de forma compatível com a regulamentação aplicável e mediante adequada delimitação das atribuições e responsabilidades de cada agente. É por essa razão que o Colegiado já assentou que a ingerência direta dos cotistas nas decisões de investimento deve ocorrer por meio de estruturas de governança previamente estabelecidas e formalizadas, como comitês de investimento ou órgãos equivalentes, de modo a preservar a identificação dos responsáveis pelas decisões e permitir a aferição da diligência empregada no processo decisório⁴⁹.

129. No caso concreto, não se demonstrou a existência de estrutura formal que atribuisse à OABPrev, na qualidade de cotista exclusivo do OABPrev-RJ, competência própria para deliberar sobre os investimentos do Fundo, com definição prévia das respectivas atribuições, procedimentos e responsabilidades. Eventuais solicitações, recomendações ou manifestações de concordância do cotista poderiam influenciar a atuação da Gestora, mas não modificavam a distribuição regulamentar de competências nem deslocavam para a OABPrev as obrigações atribuídas à FL Gestora e ao seu diretor responsável.

130. Tampouco procede, nesse sentido, a alegação de que a Acusação teria confundido os interesses do próprio OABPrev-RJ; os interesses da OABPrev enquanto cotista exclusiva; e os interesses da OABPrev enquanto entidade fechada de previdência complementar. Embora reconheça que se trata de planos distintos e que tais interesses não precisam necessariamente coincidir em todas as situações, a responsabilidade examinada neste PAS não decorre da eventual desconsideração de objetivos institucionais ou previdenciários externos ao Fundo. **O parâmetro considerado é o mandato de investimento do próprio OABPrev-RJ, objetivado em seu Regulamento e em sua Política de Investimento.** É nesse plano, próprio da relação fiduciária estabelecida no âmbito do Fundo, que se situa o interesse juridicamente protegido pelas normas cuja violação foi imputada ao acusado.

⁴⁹ Nesse sentido: “[...] 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, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 28/02/2012).



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

www.cvm.gov.br

131. Resta, por fim, examinar a imputação formulada em face de José Carlos Rosa por suposta violação ao dever de lealdade previsto no art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014.

132. Nesse ponto, a imputação não se apoia simplesmente na ausência de uma estrutura eficiente e adequada de controles internos da Gestora. O que assume relevância, aqui, é a postura do acusado diante de uma estratégia de investimento que teve início logo após ele ter assumido a posição de diretor responsável, que se desenvolveu ao longo de vários meses e permaneceu em curso durante todo o período em que a função foi exercida.

133. Como visto, nesse intervalo, o perfil do FL Dourado foi substancialmente alterado e o OABPrev-RJ continuou a realizar novos aportes no FL Dourado, ampliando sua exposição enquanto a carteira do fundo investido passava a concentrar parcela crescente de seus recursos em fundos estruturados. **Apesar disso, não se identifica atuação de José Carlos Rosa destinada a interromper os novos aportes, promover a reavaliação da estratégia ou adotar providências voltadas a compatibilizá-la com o mandato do OABPrev-RJ.** Ao contrário, a estratégia foi mantida durante vários meses, com progressivo aumento da exposição consolidada do Fundo.

134. Também considero, nesse exame, a alegação da defesa de que não há evidências nos autos indicando que José Carlos Rosa tenha obtido vantagem pessoal ou buscado favorecer terceiro. Não obstante, embora a ausência desses agravantes possa ser relevante para a apreciação do elemento subjetivo e, conforme o caso, constitua fator contrário à conclusão de atuação desleal, nenhuma delas é requisito indispensável à configuração da infração.

135. A ausência desses fatores deve ser ponderada em conjunto com o restante das circunstâncias do caso, quais sejam: a mudança de perfil de investimento do FL Dourado, a gestão simultânea dos dois fundos pela FL Gestora, a disponibilidade das informações relevantes no âmbito da própria instituição, a persistência da estratégia ao longo de vários meses, a realização de novos aportes após a alteração do perfil do FL Dourado e a ausência de providências destinadas a adequar a exposição aos limites aplicáveis ao OABPrev-RJ.

136. É justamente esse conjunto de circunstâncias que permite distinguir a imputação fundada no art. 92, inciso I, daquela já reconhecida com fundamento no art. 104, §2º, inciso I,



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

www.cvm.gov.br

da Instrução CVM nº 555/2014. A infração ao art. 104 decorre da ausência de mecanismos adequados para assegurar a avaliação prévia do enquadramento consolidado. A violação ao dever de lealdade, por sua vez, resulta da postura do acusado diante da adoção e manutenção, ao longo do período relevante, de estratégia incompatível com os limites e o mandato de investimento do Fundo (por meio de veículo gerido pela FL Gestora, vale lembrar). Não se trata, portanto, de atribuir duas infrações à mesma deficiência procedimental.

137. Entendo, nessa medida, demonstrada atuação consciente incompatível com o mandato do OABPrev-RJ, suficiente para caracterizar também a violação ao dever de lealdade previsto no art. 92, inciso I, do referido normativo.

138. Por todo o exposto, voto pela **condenação** de José Carlos Rosa pelas infrações ao art. 104, §2º, inciso I, e ao art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014.

BNY Mellon

139. De início, para fins da análise acerca da responsabilidade da BNY Mellon, vale relembrar a distinção delineada anteriormente entre as posições informacionais ocupadas pela Gestora e Administradora no caso concreto.

140. No âmbito da estrutura de investimentos ora analisada, a BNY Mellon não administrava o FL Dourado e, em razão disso, não dispunha de acesso automático à composição de sua carteira ou às alterações de seu regulamento. Nesse contexto, reconheço que, ainda que a gestão comum dos dois veículos pela FL Gestora afastasse a dispensa de consolidação prevista no art. 122, §1º, ela, por si só, não autoriza presumir que as mesmas informações estivessem igualmente disponíveis à Administradora.

141. **A ausência de acesso automático a tais dados não eliminava, contudo, o dever de acompanhamento do enquadramento consolidado da carteira do Fundo.** Como a aferição dos limites do OABPrev-RJ dependia, na primeira camada da estrutura de investimentos, da consideração das posições mantidas pelo FL Dourado, o cumprimento da obrigação atribuída à Administradora pressupunha a existência de algum fluxo de informações que tornasse possível esse controle. A questão, portanto, não é se a BNY Mellon deveria reproduzir a atividade do administrador do FL Dourado ou reconstruir continuamente sua carteira por meios próprios, mas se a Administradora dispunha de procedimentos que permitissem



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

www.cvm.gov.br

considerar, de maneira adequada, as exposições indiretas relevantes para o enquadramento do Fundo.

142. A esse respeito, a defesa apresentou elementos que demonstram que, em teoria, a BNY Mellon possuía estruturas voltadas ao acompanhamento do enquadramento das carteiras dos fundos de investimento por ela administrados, entre elas: (i) a área de “Portfolio Compliance”; (ii) a Política de Monitoramento de Limites Regulatórios e Contratuais de Enquadramento (“Política”)⁵⁰; e (iii) o Comitê de Enquadramento, Riscos de Mercado e Liquidez (“Comitê de Enquadramento”), instância da Administradora responsável por tratar de situação de desenquadramento⁵¹. Nesse desenho institucional, a Política, criada em 06/08/2015, atribuía ao Portfolio Compliance o monitoramento dos limites legais, regulamentares e contratuais e registrava que a área dispunha de sistemas e ferramentas destinados a essa finalidade.

143. A meu ver, esses elementos afastam a conclusão de que a Administradora fosse desprovida de quaisquer mecanismos de controle ou apresentasse deficiência **generalizada** em sua estrutura de acompanhamento do enquadramento das carteiras dos fundos sob sua responsabilidade.

144. Não obstante, o ponto controvertido analisado no presente PAS é mais específico. O que se deve verificar é se essa estrutura geral de controles contemplava, no período relevante, mecanismos capazes de identificar as situações em que o enquadramento do fundo administrado dependesse da **consolidação** da carteira de fundos investidos e, nessas hipóteses, de obter as informações necessárias para realizar a correspondente consolidação. **E, sob esse aspecto, os documentos apresentados não demonstram a existência de procedimento específico.**

145. Na parte dedicada aos fundos de investimento, a Política descreve essencialmente as providências subsequentes à identificação de um desenquadramento, de modo que: uma vez detectada a desconformidade, previa-se a emissão de um “Relatório de Desenquadramento”, a comunicação ao gestor do fundo desenquadrado, o registro do desenquadramento no

⁵⁰ Doc. nº 2522061.

⁵¹ Conforme constata-se do Estatuto do Comitê (doc. nº 2522062).



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

www.cvm.gov.br

CVMWeb nos casos aplicáveis e, por fim, a adoção de sucessivas medidas de escalonamento caso não fosse promovido o reenquadramento da carteira.

146. A Política previa, assim, uma estrutura destinada, de maneira geral, ao tratamento de desenquadramentos captados pelos controles da Administradora. Não descreve, porém, como seriam obtidas as posições integrantes da carteira de fundos investidos administrados por terceiros, com que periodicidade essas informações seriam consultadas ou de que forma seriam incorporadas aos sistemas utilizados pelo Portfolio Compliance.

147. O Estatuto do Comitê tampouco supre essa lacuna. Tal órgão possuía atribuições relevantes para discutir e estabelecer diretrizes referentes aos controles de enquadramento, avaliar os desenquadramentos identificados e determinar as providências cabíveis, além de contar com representantes de diferentes áreas de controle e da Diretoria.

148. No limite, a descrição constante do Estatuto do Comitê evidencia a existência de uma instância institucionalizada de governança e escalonamento no âmbito da Administradora. Não demonstra, contudo, a existência de procedimento destinado à obtenção das posições dos fundos investidos administrados por terceiros (ou por entidades não relacionadas à Administradora) e à sua consolidação para fins de controle dos limites aplicáveis.

149. Nesse ponto, a própria defesa também é particularmente esclarecedora, pois, ao tratar dos procedimentos adotados no período relevante, sustenta expressamente que os administradores “não consolidavam a carteira em casos como o presente, envolvendo fundos investidos administrados por terceiros”⁵².

150. A mesma conclusão decorre da descrição, apresentada na defesa, dos aprimoramentos posteriormente implementados na estrutura de controles da Administradora. Mais precisamente, a defesa indica que foi somente a partir de março de 2018 que a BNY Mellon

⁵² Nesse sentido: “Em síntese, a conduta do BNY deve ser apreciada à luz das práticas de mercado à época, de acordo com as quais administradores não consolidavam a carteira em casos como o presente, envolvendo fundos investidos administrados por terceiros. Interpretação diversa importaria revisão ex post de parâmetros regulatórios, transformando em infração um comportamento que, à época, era legítimo e consistente com a prática setorial, o que não se coaduna com o regime jurídico de responsabilização administrativa.” (doc. nº 2522064, p. 43).



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

www.cvm.gov.br

passou a utilizar sistema destinado especificamente ao acompanhamento da exposição indireta dos fundos administrados em situações de investimento em fundos de terceiros⁵³.

151. Considerados em conjunto, os elementos constantes dos autos demonstram, quando muito, que a BNY Mellon dispunha de área especializada, sistemas de monitoramento pós *trade*, procedimentos de comunicação e escalonamento e instância própria para discussão de questões de enquadramento. Não demonstram, contudo, que essa estrutura contemplasse mecanismos e procedimentos destinados a obter as informações sobre a carteira de fundos investidos administrados por terceiros e incorporá-las ao controle dos limites do fundo investidor.

152. Identificada essa deficiência nos mecanismos de acompanhamento, cumpre, ademais, examinar se as circunstâncias invocadas pela defesa são suficientes para afastar a responsabilidade da Administradora.

153. A primeira delas diz respeito às dificuldades de obtenção das informações necessárias à consolidação, especialmente diante da alegação de que a FL Gestora teria deixado de encaminhar documentos e dados que deveria fornecer nos termos do art. 78, §4º, da Instrução CVM nº 555/2014.

154. É certo que a obtenção de informações sobre investimentos indiretos realizados por fundos de investimento administrados por terceiros trazia dificuldades operacionais relevantes para a consolidação da carteira do Fundo. Se, como sustenta a defesa, os documentos necessários para tanto não foram encaminhados pela Gestora, a atuação da Administradora foi efetivamente dificultada, e não se pode atribuir à BNY Mellon conhecimento de operações ou alterações regulamentares que permaneciam apenas na esfera da FL Gestora. Essa circunstância, todavia, não afastava a necessidade de que a Administradora estruturasse algum procedimento destinado a assegurar o fluxo de informações indispensável ao cumprimento de suas próprias atribuições, sobretudo diante dos deveres impostos pelo art. 104, § 2º, inciso II, da Instrução CVM nº 555/2014 e das disposições do Regulamento.

155. Essa conclusão é, ainda, reforçada pela redação do próprio art. 78, §4º, da Instrução CVM nº 555/2014. Além de impor ao gestor o envio dos documentos firmados em nome do

⁵³ Doc. nº 2522064, p. 59.



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

www.cvm.gov.br

fundo, o dispositivo previa o fornecimento das informações adicionais necessárias ao administrador, “na forma e nos horários” por este previamente estabelecidos. A norma pressupunha, portanto, que a Administradora definisse quais informações necessitava receber e organizasse os meios adequados para sua obtenção.

156. Um segundo conjunto de argumentos suscitados pela defesa procura demonstrar que a BNY Mellon não dispunha, à época, de sinais de alerta que justificassem diligências adicionais. Também nesse ponto, entendo que as circunstâncias apontadas pela acusada atenuam a reprovabilidade da conduta, mas não afastam a irregularidade, pois o reconhecimento da infração ora analisada não decorre da falta de reação a um evento extraordinário, e sim da insuficiência do mecanismo ordinário de acompanhamento da exposição consolidada do Fundo.

157. Nessa perspectiva, considero o fato de a participação do FL Dourado na carteira do OABPrev-RJ já ser historicamente elevada e de as posições diretamente mantidas pelo Fundo não evidenciarem, isoladamente, a extrapolação dos limites ora discutidos. Essas circunstâncias afastam a ideia de que o simples volume investido no FL Dourado constituísse, por si só, sinal de alerta extraordinário. Não dispensavam, contudo, o acompanhamento consolidado da carteira do Fundo, justamente porque o desenquadramento somente se revelava mediante a consideração das posições mantidas pelo fundo investido.

158. A mesma conclusão se aplica à alegação de que o administrador fiduciário que sucedeu a BNY Mellon tampouco teria identificado ou reportado o desenquadramento. Mais uma vez, esse elemento confirma as dificuldades operacionais envolvidas nesse tipo de acompanhamento, mas a conduta adotada por outro prestador de serviços não define o conteúdo da obrigação regulamentar da BNY Mellon, nem supre a deficiência específica identificada em seus próprios mecanismos de controle.

159. Há, ainda, um terceiro argumento suscitado pela acusada, relacionado à existência de incerteza interpretativa quanto ao alcance da obrigação de consolidação em estruturas envolvendo fundos administrados por instituições diferentes. Nesse ponto, merecem consideração especial os pronunciamentos anteriormente proferidos pela SIN no Processo de Origem.



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

www.cvm.gov.br

160. A esse respeito, reconheço que nos despachos proferidos em 19/09/2019⁵⁴ e em 14/09/2021⁵⁵, a área técnica não identificou fundamento para responsabilizar a BNY Mellon. Ainda que essas manifestações não afastem as obrigações impostas à Administradora, entendo que elas revelam que o alcance da regra de consolidação em estruturas envolvendo fundos investidor e investido administrados por instituições distintas suscitava dúvidas no próprio âmbito da supervisão.

161. No primeiro despacho, de 19/09/2019, a SIN examinou situação em que a exposição consolidada do OABPrev-RJ resultava de investimentos realizados por diferentes veículos, alguns deles administrados ou geridos por terceiros. É certo que a manifestação foi proferida em contexto parcialmente distinto daquele ora examinado e, por isso, não permite extrair conclusão definitiva sobre o investimento do OABPrev-RJ no FL Dourado. Ainda assim, evidencia que, naquele momento, a área técnica não interpretava a regra de consolidação como impondo necessariamente ao administrador do fundo investidor o acompanhamento das posições mantidas por veículos administrados por terceiros.

162. Essa percepção foi reforçada no despacho proferido pela SIN em 14/09/2021. Após examinar novas manifestações da Reclamante e os esclarecimentos apresentados pela BNY Mellon, a SIN reconheceu a possibilidade de desenquadramento sob uma ótica consolidada, mediante a abertura das carteiras dos fundos investidos, mas entendeu não haver fundamento para rever o arquivamento em relação à Administradora. No entendimento da área técnica, a apuração deveria concentrar-se na FL Gestora, justamente porque esta geria simultaneamente o OABPrev-RJ e o FL Dourado e, portanto, ocupava posição informacional distinta. A manifestação, assim, não afastou a premissa de que o OABPrev-RJ estava sujeito à consolidação, mas atribuiu relevância à circunstância de que a Gestora dispunha diretamente das informações necessárias ao seu acompanhamento.

163. Essa dificuldade interpretativa também se manifesta na Manifestação Complementar apresentada pela SIN neste PAS. Ao responder ao argumento da defesa de que não incumbiria ao administrador consolidar investimentos indiretos mantidos em fundos administrados por terceiros, a área técnica afirmou que, “no caso específico”, tal obrigação “não advém

⁵⁴ Doc. nº 0843286.

⁵⁵ Doc. nº 1345689.



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

www.cvm.gov.br

diretamente da norma, mas indiretamente da obrigação de seguir as disposições do regulamento” do OABPrev-RJ⁵⁶.

164. De todo modo, fato é que tais pronunciamentos são posteriores aos fatos analisados no presente PAS e, portanto, **não constituíram orientação em que a Administradora pudesse ter se apoiado quando praticou as condutas ora examinadas**. Além disso, essas manifestações da área técnica tampouco constituem atos normativos ou decisões do Colegiado aptos a estabelecer orientação administrativa vinculante, podendo, inclusive, ser revisados, conforme se verificou no caso concreto⁵⁷.

165. Isso não significa, porém, que seu conteúdo seja irrelevante para a análise da conduta da BNY Mellon. Isso porque as manifestações da SIN integram o contexto regulatório em que se insere a controvérsia e, dessa forma, **podem ser consideradas na avaliação da reprovabilidade da conduta da Administradora**. Se a própria área técnica responsável pela supervisão da matéria manifestou, em momentos distintos, dúvidas quanto ao alcance da obrigação de consolidação em estruturas envolvendo fundos administrados por instituições diferentes, é razoável reconhecer que semelhante incerteza também pudesse alcançar os agentes regulados.

166. Restam, por fim, três argumentos específicos da defesa relacionados ao alcance e à forma de cumprimento da obrigação de consolidação. Embora partam de premissas distintas, nenhum deles, pelas razões a seguir, afasta a deficiência identificada nos mecanismos de acompanhamento da Administradora.

167. O primeiro diz respeito ao investimento no BNY Mellon ARX Fundo de Investimento Renda Fixa Referenciado DI. A defesa destaca que, por se tratar de fundo também administrado pela BNY Mellon, a própria Administradora reconhecia, nessa hipótese, a

⁵⁶ Nesse sentido: “Neste sentido, reforçamos e transcrevemos os itens 65 e 80 do Termo de Acusação, que esclarecem que, no caso específico, tal ‘obrigação’ não advém diretamente da norma, mas indiretamente da obrigação de seguir as disposições do regulamento emitido pela própria administradora, já que nele foi assumida a responsabilidade de controlar de forma direta e indireta a concentração dos investimentos realizados pelo Fundo OABPrev” (doc. nº 2553864, pp. 1-2).

⁵⁷ Destaca-se, nesse sentido, que, em despacho de 03/06/2022 (doc. nº 1434286), a SIN reviu expressamente o entendimento anteriormente manifestado quanto à responsabilidade da BNY Mellon, passando a considerar que a Administradora deveria ter adotado providências diante dos desenquadramentos verificados. O novo entendimento foi reiterado em despacho de 07/07/2022 (doc. nº 1548509).



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

www.cvm.gov.br

necessidade de considerar os investimentos indiretos, distinguindo-a do investimento no FL Dourado, administrado por terceiro. Essa diferença pode explicar a forma como a instituição estruturava operacionalmente seus controles, já que o acesso às informações era mais simples quando ambos os veículos estavam sob sua administração. Não constitui, contudo, hipótese de dispensa prevista na regulamentação e, portanto, não afastava o dever de acompanhamento aplicável ao investimento no FL Dourado.

168. O segundo argumento funda-se no art. 47 da Instrução CVM nº 555/2014. Segundo a defesa, o ato da Administradora de 31/05/2016, destinado à adaptação do regulamento do Fundo à nova regulamentação, não poderia ter criado obrigação de consolidação que dela própria não decorresse. A premissa, contudo, não interfere na conclusão deste voto, pois não atribuo ao referido ato a criação de obrigação nova ou autônoma. Como já exposto, a regra geral de consolidação decorria dos arts. 104, §3º, e 122 da própria Instrução, cabendo ao art. 5º, §5º, do Regulamento disciplinar sua aplicação aos limites do Fundo.

169. A terceira questão refere-se à metodologia do “pior cenário”. Nesse ponto, assiste razão à defesa. O art. 5º, §4º, do Regulamento disciplinava hipótese específica relativa a fundos cujas políticas de investimento admitissem aplicações em ativos de crédito privado, não estabelecendo metodologia geral para o acompanhamento de toda e qualquer exposição indireta.

170. Essa conclusão, no entanto, não interfere na obrigação de acompanhamento ora examinada. Como já decidido na Seção III.B, a primeira camada correspondente ao investimento do OABPrev-RJ no FL Dourado estava sujeita à consolidação, e a inaplicabilidade da metodologia específica prevista no §4º não afastava o disposto no §5º do art. 5º do Regulamento nem as atribuições conferidas ao administrador pela Instrução CVM nº 555/2014.

171. Considerados conjuntamente esses elementos, **entendo caracterizado o descumprimento, pela BNY Mellon, do dever específico de acompanhamento previsto no art. 104, §2º, inciso II, da Instrução CVM nº 555/2014.** A irregularidade não decorre do simples resultado verificado, mas da insuficiência dos mecanismos então existentes para viabilizar a obtenção das informações necessárias à aferição do enquadramento consolidado.



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

www.cvm.gov.br

172. Não reconheço, contudo, infração ao art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014.

173. Como exposto anteriormente, o referido dispositivo estabelece padrão geral de conduta aplicável ao administrador fiduciário e ao gestor, impondo-lhes o exercício de suas funções com cuidado e diligência. Trata-se de comando de caráter abrangente, que pode servir de parâmetro para avaliar a adequação da estrutura, dos procedimentos e dos controles adotados pelo administrador no desempenho das atribuições específicas que lhe são conferidas pela regulamentação.

174. No que interessa a este PAS, entre essas atribuições específicas encontra-se aquela prevista no art. 104, §2º, inciso II, da Instrução CVM nº 555/2014, a qual impunha à Administradora o dever de acompanhar o enquadramento da carteira após a realização das operações e de adotar as providências cabíveis diante de eventual desconformidade. O descumprimento dessa obrigação específica, entretanto, não conduz **automaticamente** à conclusão de que o administrador **também** tenha deixado de atuar com a diligência exigida pelo art. 92, inciso I. Para tanto, entendo que é necessário examinar a natureza e a extensão das deficiências constatadas, especialmente para verificar se elas revelam falha mais abrangente na organização, nos procedimentos ou nos mecanismos de controle adotados para o cumprimento de suas funções.

175. Ocorre que, conforme analisado anteriormente, **essa deficiência de caráter geral não foi demonstrada na situação em tela**. Apenas com base nos elementos constantes dos autos, não é possível concluir que a BNY Mellon carecesse de estrutura destinada, de maneira ampla, ao acompanhamento do enquadramento dos fundos administrados, que seus mecanismos de controle fossem, de modo geral, inadequados para essa finalidade ou, ainda, que houvesse uma falha sistemática na identificação e no tratamento de situações de desenquadramento. A irregularidade apurada possui contornos mais específicos, se referindo, em essência, à forma pela qual eram obtidas e processadas as informações necessárias à consolidação das exposições relevantes para a aferição dos limites aplicáveis ao OABPrev-RJ.

176. Foi precisamente essa deficiência pontual nos mecanismos de consolidação que comprometeu, no caso concreto, o adequado acompanhamento da carteira e fundamenta a responsabilização da Administradora pelo descumprimento do art. 104, §2º, inciso II, da Instrução CVM nº 555/2014. O que se identificou, portanto, não foi a inexistência ou a



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

www.cvm.gov.br

inadequação generalizada do sistema de controles relacionado ao monitoramento de enquadramento, mas uma insuficiência específica em etapa determinada desse processo.

177. Desse modo, uma vez que não se demonstrou uma deficiência estrutural ou generalizada dos mecanismos de controle da BNY Mellon relacionada ao acompanhamento de enquadramento, entendo que a responsabilização da Administradora deve permanecer circunscrita à violação do art. 104, §2º, inciso II, da Instrução CVM nº 555/2014.

178. Por todo o exposto, voto pela **condenação** da BNY Mellon por infração ao art. 104, §2º, inciso II, da Instrução CVM nº 555/2014 e por sua **absolvição** quanto à imputação de infração autônoma ao art. 92, inciso I, do mesmo normativo.

Carlos Salamonde

179. Por fim, passo à análise da responsabilidade de Carlos Salamonde, que exerceu, durante todo o período relevante, a função de diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários da BNY Mellon.

180. Pelas razões já expostas na Seção II, a responsabilização do acusado não decorre do simples exercício desse cargo, muito menos pode ser extraída automaticamente da irregularidade imputável especificamente à Administradora. É necessário demonstrar vínculo concreto entre as atribuições inseridas em sua esfera de atuação e a deficiência específica identificada nos controles da BNY Mellon.

181. A meu ver, esse vínculo está suficientemente demonstrado nos autos, inclusive a partir dos elementos trazidos pelo próprio acusado.

182. Ao descrever a atuação de Carlos Salamonde, a defesa lhe atribui participação ativa no aprimoramento da governança e dos controles da BNY Mellon e destaca, especificamente no que se refere ao acompanhamento do enquadramento das carteiras, a reformulação da área de Portfolio Compliance, a criação do Comitê de Enquadramento e a revisão dos parâmetros dos sistemas de controle, dos conceitos e interpretações internas sobre a regulamentação e das informações consideradas na análise dos regulamentos dos fundos⁵⁸. Também informa que,

⁵⁸ Doc. nº 2522064, pp 64-73.



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

www.cvm.gov.br

durante sua gestão, foram conduzidas revisões destinadas a verificar a adequação dos fundos regidos pela Instrução CVM nº 555/2014 às respectivas disposições regulamentares.

183. Esses elementos são relevantes em dois sentidos. De um lado, demonstram claramente que Carlos Salamonde adotou medidas concretas para fortalecer os controles da instituição, circunstância que deve ser considerada na avaliação de sua conduta. De outro, permitem delimitar com precisão sua participação na matéria objeto deste PAS, justamente porque desempenhava função relevante na organização e no aprimoramento dos mecanismos destinados ao acompanhamento do enquadramento das carteiras, inclusive tendo provocado a criação de comitê dedicado ao tema, do qual participava, afastando qualquer sombra de dolo em sentido contrário.

184. É nesse âmbito que se insere a deficiência reconhecida neste voto acerca do exercício da atividade de administração fiduciária. Como exposto anteriormente, a Administradora apresentou documentos e evidências de que dispunha de estrutura voltada ao monitoramento dos limites e ao tratamento de desenquadramentos identificados. Não se demonstrou, contudo, que essa estrutura contemplasse procedimento apto a identificar as hipóteses em que o controle do enquadramento exigia a consolidação das aplicações do fundo investidor com as posições dos fundos investidos administrados por terceiros (ou por entidades não ligadas à Administradora), nem a assegurar, nessas hipóteses, a obtenção e o processamento das informações necessárias à realização desse acompanhamento.

185. A responsabilidade de Carlos Salamonde decorre exclusivamente dessa conexão funcional. Os controles cuja revisão e aprimoramento estavam compreendidos em sua esfera de atuação permaneceram, durante o período analisado, sem mecanismo apto a contemplar uma hipótese necessária ao cumprimento do dever de acompanhamento atribuído à Administradora. A individualização da conduta reside, portanto, na insuficiência específica da estrutura de controles compreendida em sua esfera de atuação, e não na presunção de conhecimento ou muito menos participação direta nas operações que deram origem ao desenquadramento do Fundo. Não se trata de nenhum dos casos.

186. Tal responsabilidade não é afastada, de outro modo, pelas dificuldades operacionais envolvidas na obtenção de informações sobre fundos administrados por terceiros. Embora tais circunstâncias, assim como a ausência de encaminhamento de documentos pela FL Gestora,



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

www.cvm.gov.br

pudessem dificultar o acompanhamento do Fundo, permanecia necessário que a Administradora dispusesse de procedimentos capazes de viabilizar o fluxo das informações indispensáveis ao cumprimento de suas atribuições.

187. Por outro lado, aplicam-se a Carlos Salamonde as considerações já expostas quanto às dificuldades interpretativas sobre a conduta do administrador fiduciário posteriormente reveladas pelos pronunciamentos da SIN. Como exposto, tal fato é relevante para dimensionar a reprovabilidade de sua conduta, especialmente quando considerados em conjunto com as iniciativas de aprimoramento dos controles adotadas durante sua gestão. Não afasta, contudo, a deficiência objetiva identificada nos mecanismos de acompanhamento da Administradora, cuja revisão e aperfeiçoamento integravam o campo de atuação que a própria defesa atribui ao acusado.

188. A defesa destaca, nesse particular, que, em março de 2018, ainda durante seu mandato, a BNY Mellon passou a utilizar sistema destinado ao acompanhamento de exposições indiretas em investimentos realizados em fundos administrados por terceiros. Essa providência posterior não constitui reconhecimento de irregularidade na estrutura precedente, mas evidencia que o tratamento das exposições indiretas se inseria no mesmo campo de controles de enquadramento que vinha sendo objeto de aperfeiçoamento sob sua gestão. A meu ver, tais circunstâncias reduzem a reprovabilidade da sua conduta, sem, contudo, afastar a deficiência verificada no período relevante.

189. Entendo, assim, suficientemente individualizada a responsabilidade de Carlos Salamonde pelo descumprimento do dever de acompanhamento previsto no art. 104, §2º, inciso II, da Instrução CVM nº 555/2014.

190. Por sua vez, quanto à imputação fundada no art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014, aplicam-se as mesmas razões expostas em relação à BNY Mellon, uma vez que, diante dos elementos constantes dos autos, não se demonstrou falha estrutural ou generalizada na estrutura de controles da Administradora que caracterizasse violação autônoma do dever geral de diligência. A atuação pessoal de Carlos Salamonde no aprimoramento do ambiente de controles apenas reforça a conclusão em favor da absolvição.



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

www.cvm.gov.br

191. Ante o exposto, voto pela **condenação** de Carlos Augusto Salamonde por infração ao art. 104, §2º, inciso II, da Instrução CVM nº 555/2014 e por sua **absolvição** quanto à imputação de infração autônoma ao art. 92, inciso I, do mesmo normativo.

IV. CONCLUSÃO E PENALIDADES

192. Os fatos objeto da Acusação ocorreram antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976. Por essa razão, as penalidades correspondentes a serem aplicadas observarão o disposto na legislação então vigente, em linha com o art. 116, parágrafo único, da Resolução CVM nº 45/2021⁵⁹.

193. De qualquer maneira, na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como os motivos que justifiquem sua imposição. Em cada caso, cabe, portanto, avaliar a gravidade do ilícito e as condutas, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência da matéria.

194. Observo que nos termos do art. 141, incisos IV, XI e XIII, da Instrução CVM nº 555/2014⁶⁰, as infrações imputadas aos acusados são consideradas **graves** para os efeitos do art. 11, §3º, da Lei nº 6.385/1976⁶¹.

195. Na dosimetria das penalidades, considero, como circunstância agravante comum a todos os acusados, a natureza previdenciária dos recursos envolvidos⁶², uma vez que a cotista exclusiva do Fundo era entidade fechada de previdência complementar.

⁵⁹ Art. 116. [...] Parágrafo único. O valor máximo da pena de que trata o art. 61, I, e o valor máximo da penabase pecuniária, de que trata o Anexo A, assim como os procedimentos de que tratam os arts. 62, 63, 65, 66 e 67 desta Resolução, não são aplicáveis às infrações praticadas antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, que permanecem sujeitas ao limite de pena pecuniária então vigente.

⁶⁰ Art. 141. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, as seguintes condutas em desacordo com as disposições desta Instrução: [...] IV – não observância à política de investimento do fundo; [...]; XI – não observância aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo, previstos no regulamento e nesta Instrução; [...] XIII – não observância, pelo administrador ou pelo gestor, do disposto nos arts. 82, 89, 91 e 92.

⁶¹ Art. 11 [...] §3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência.

⁶² Nesse sentido, vale mencionar o PAS CVM nº RJ2015/12087 (Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24/07/2018), processo instaurado para apurar violações aos deveres fiduciários do administrador, do gestor e do respectivo



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

www.cvm.gov.br

196. Especificamente em relação à FL Gestora e a José Carlos Rosa, considero, como circunstância atenuante, os bons antecedentes dos acusados.

197. Quanto à BNY Mellon, reconheço como circunstância atenuante a dúvida quanto ao alcance da obrigação de consolidação em estruturas envolvendo fundo investidor e fundo investido administrados por instituições distintas, evidenciada pelos pronunciamentos da própria SIN. Não reconheço, contudo, bons antecedentes em favor da Administradora, diante de condenações anteriores proferidas por este Colegiado, inclusive por infrações relacionadas aos seus deveres regulamentares de acompanhamento do enquadramento de carteiras de fundos sob sua administração⁶³.

198. Por sua vez, em relação a Carlos Salamonde, considero a mesma circunstância atenuante reconhecida em relação à Administradora e, adicionalmente, sua atuação concreta

diretor responsável relacionadas à aquisição, por fundo exclusivo integrante de estrutura de investimentos de entidade fechada de previdência complementar, de debêntures que correspondiam a 60% de seu patrimônio líquido. A apuração envolveu, entre outros aspectos, a adequação da análise dos riscos, das garantias e de potenciais conflitos de interesses associados ao investimento, tendo o Colegiado reconhecido atuação desleal do gestor e de seu diretor responsável em detrimento dos interesses do cotista. Na dosimetria, considerou-se que a atuação desleal do prestador de serviço do fundo atentava “contra a higidez do mercado de valores mobiliários e a integridade do sistema previdenciário”. No mesmo sentido, no PAS CVM nº 06/2012 (Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 20/08/2018), apurou-se, entre outras condutas, prática não equitativa decorrente do direcionamento artificial de negócios com contratos futuros, mediante a atribuição dos negócios mais favoráveis a determinados comitentes e dos resultados desfavoráveis a entidades de previdência complementar e a fundos exclusivos a elas vinculados, além de imputações relacionadas aos deveres de controle e fiscalização dos respectivos prestadores de serviços. Naquele caso, o Colegiado destacou que a gravidade da conduta decorria, entre outros fatores, de ter sido praticada “em detrimento do patrimônio de entidade fechada de previdência complementar e, por via de consequência, em prejuízo da poupança dos empregados, aposentados e pensionistas”. Embora esses precedentes tratem de infrações distintas da ora examinada, ambos evidenciam a especial gravidade de condutas praticadas por administradores e gestores de fundos destinados à gestão de recursos de entidades fechadas de previdência complementar, por envolverem, em última análise, a poupança previdenciária de seus participantes e assistidos.

⁶³ Dentre as condenações anteriores proferidas em face da Administradora, duas delas merecem destaque pela proximidade material com a conduta ora examinada. No PAS CVM nº RJ2012/12201 (Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 04/08/2015), a BNY Mellon foi condenada, por unanimidade, à multa de R\$200.000,00 por infração aos deveres de acompanhar o enquadramento da carteira de fundo de investimento e de fiscalizar os serviços prestados pelo gestor, nos termos do art. 65, inciso XV, c/c os arts. 65-A, inciso I, e 88, §1º, da Instrução CVM nº 409/2004. A condenação foi mantida pelo CRSFN em 29/11/2016, portanto antes do início do período analisado neste PAS. Mais recentemente, no PAS CVM nº 19957.006858/2019-25 (Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 15/10/2024), a Administradora foi condenada, entre outras imputações, à multa de R\$ 400.000,00 por não estabelecer controles e procedimentos relativos aos limites de concentração da carteira de fundo sob sua administração fiduciária, em infração ao art. 39, §4º, c/c o art. 39, inciso II, da Instrução CVM nº 356/2001.



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

www.cvm.gov.br

no aprimoramento dos controles de enquadramento. Não obstante, também não é possível reconhecer os bons antecedentes do acusado⁶⁴.

199. Diante do exposto, com base nas circunstâncias do caso concreto e em linha com precedentes do Colegiado⁶⁵, voto por:

- i) **condenar FL Gestora e José Carlos Rosa** à penalidade de multa pecuniária individual no valor de **R\$400.000,00 e R\$200.000,00**, respectivamente, por infração ao art. 92, inciso I, e ao art.104, § 2º, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014;
- ii) **condenar BNY Mellon e Carlos Salamonde** à penalidade de multa pecuniária individual no valor de **R\$200.000,00 e R\$100.000,00**, respectivamente, por infração ao disposto no art. 104, § 2º, inciso II, da Instrução CVM nº 555/2014; e
- iii) **absolver BNY Mellon e Carlos Salamonde** da acusação de infração ao art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014.

⁶⁴ Vale destacar, nesse sentido, que no PAS CVM nº 19957.006858/2019-25 (Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 15/10/2024), Carlos Salamonde foi condenado, na qualidade de diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários da própria BNY Mellon, a multa de R\$170.000,00 por não estabelecer controles e procedimentos relativos ao limite de concentração de cedentes de fundo de investimento em direitos creditórios sob administração fiduciária daquela instituição, em infração ao art. 39, §4º, combinado com o art. 39, inciso II, da Instrução CVM nº 356/2001.

⁶⁵ Nesse sentido: **(i)** PAS CVM 19957.011774/2007-41, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 17/12/2019; **(ii)** PAS CVM nº RJ2016/4271, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 08/01/2019; e **(iii)** PAS CVM RJ nº RJ 2012/12201, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 04/08/2015.



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

www.cvm.gov.br

200. Por fim, nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001⁶⁶ e do art. 12 da Lei nº 6.385/1976⁶⁷, o resultado deste julgamento deve ser comunicado ao Ministério Público Federal no Rio de Janeiro.

É como voto.

Rio de Janeiro, 25 de agosto de 2026.

Marina Copola

Diretora Relatora

⁶⁶ Art. 9º Quando, no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários verificarem a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos.

⁶⁷ Art. 12. Quando o inquérito, instaurado de acordo com o § 2º do art. 9º, concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a Comissão de Valores Mobiliários oficiará ao Ministério Público, para a propositura da ação penal.