

Assunto: Apreciação de recurso

Interessados: Hécio Fajardo Henriques

Dresdner Asset Management Brasil S/A DTVM

Dresdner Bank Brasil S/A Banco Múltiplo

Standard & Poor's

Diretor-Relator: Sergio Weguelin

RELATÓRIO

1. Trata-se de recurso interposto por Hécio Fajardo Henriques contra decisão da Superintendência de Orientação ao Investidor de não instaurar procedimento administrativo contra Dresdner Asset Management Brasil S/A DTVM (Dresdner Asset Management), Dresdner Bank Brasil S/A Banco Múltiplo (Dresdner Bank), Investa S/A e Standard & Poor's, sobre fatos relacionados à aquisição, em junho de 2001, de debêntures emitidas pela CEMAR – Companhia Energética do Maranhão.

Dos Fatos

2. Em 08/11/02, Hécio Fajardo Henriques apresentou reclamação à CVM (fls. 01 a 30), posteriormente aditada em várias outras manifestações (fls. 63 a 83, 150 a 167, 196 a 216), expondo basicamente o seguinte:

- a) O reclamante era cliente da Investa S/A, a quem solicitou que seus recursos fossem alocados em investimentos de baixo risco, tendo o referido administrador de recursos adquirido quotas do Fundo Dresdner DI LI FAC FI, que por sua vez aplicava recursos exclusivamente no Fundo Dresdner DI FIF, sendo ambos os fundos administrados pelo Dresdner Asset Management;
- b) Em 04/05/2001, a assembléia geral da CEMAR aprovou a emissão pública de 15.000 debêntures, no valor total de R\$ 150.000.000,00; o Dresdner Bank Brasil S/A figurou como um dos coordenadores da emissão, tendo prestado garantia firme de parte da operação;
- c) O Dresdner Bank era credor da CEMAR em virtude da celebração de contrato de abertura de crédito no valor máximo de R\$ 8.000.000,00, com vencimento em 29/05/01, garantido por nota promissória de R\$ 9.600.000,00; além disso, o Dresdner Bank era também credor da CEMAR em razão de 10 notas promissórias com vencimento em 20/07/01 e 27/08/01, no valor de R\$ 5.000.000,00;
- d) Os recursos obtidos pela CEMAR com a emissão de debêntures seriam utilizados para liquidar a dívida da empresa perante os titulares das notas promissórias, dentre os quais figurava o Dresdner Bank;
- e) A agência Standard & Poor's, na época da subscrição, atribuiu às debêntures de emissão da CEMAR o *rating* brBBB, que equivalia à classificação de *investment grade*;
- f) O Dresdner Bank Brasil S/A subscreveu debêntures no valor de R\$ 42.800.000,00, tendo alocado 26% do investimento na carteira do Fundo Dresdner DI FIF; nesse sentido, o Dresdner Bank transferiu para investidores que detinham quotas do Fundo o crédito de liquidação duvidosa que possuía em sua tesouraria;
- g) Em 14/03/02, a Standard & Poor's rebaixou a classificação de risco de tais títulos para a condição de "muito vulnerável a inadimplência"; conseqüentemente, ainda naquele dia, o Dresdner Asset Management fechou o Fundo Dresdner DI FIF para novas captações e constituiu uma provisão para desvalorização das debêntures que representou 100% do valor daqueles títulos, tendo como conseqüência uma desvalorização de 5,63% do valor das quotas do Fundo Dresdner DI LI FAC FI, causando evidente prejuízo ao reclamante;
- h) O reclamante apontou ainda para o fato de as debêntures terem sido adquiridas em dois lotes com preços distintos, revelando ainda diferença entre a informação sobre preço contida no Relatório da Carteira do Fundo Dresdner DI FIF e o Relatório da CETIP; tudo isso revelaria uma nebulosa relação entre o Banco Dresdner e o Dresdner Asset Management;
- i) O reclamante solicitou à Investa S/A informações para apurar as razões da referida desvalorização, tendo a Investa S/A demorado mais de dois meses para atender à solicitação.

3. A partir dos fatos narrados, Hécio Fajardo Henriques requereu à CVM a instauração de procedimento administrativo, já que:

- a) o Dresdner Asset Management teria violado seus deveres como administrador de Fundo, previstos no art. 57, III, IV e V, da Instrução CVM 302/99, em virtude de ter permitido que o Dresdner Bank transferisse para os quotistas do Fundo Dresdner DI FIF crédito de liquidação duvidosa, representado pelas debêntures de emissão da CEMAR. Segundo o reclamante, o risco decorrente da inadimplência da CEMAR, que deveria ser suportado apenas pelo Dresdner Bank, foi dividido com os investidores dos fundos administrados pelo Dresdner Asset Management;
- b) a Investa S/A teria violado seus deveres como administradora de recursos de terceiros, previstos no art. 14, V e VIII, da Instrução CVM 302/99, tendo em vista o fato de a Investa não ter atendido às diversas solicitações do reclamante por via telefônica e ter levado cerca de dois meses para responder a dois requerimentos formais de informação;
- c) a Standard & Poor's não teria sido diligente na avaliação das condições financeiras e patrimoniais da CEMAR no momento da emissão das debêntures, tendo em vista que, menos de um ano depois da emissão, rebaixou subitamente a classificação de tais debêntures para a condição de "muito vulnerável a inadimplência".

4. As áreas técnicas da CVM (SOI, SIN, SRE) se manifestaram várias vezes ao longo do processo, seja recolhendo informações junto às pessoas citadas na reclamação (Dresdner Bank Brasil, CETIP, Itaú Corretora), seja analisando o próprio mérito das questões. A manifestação final, entretanto, foi subscrita pela SOI em 19/07/2004 (fls. 168 a 190), condensando toda a matéria. Nela, a SOI manifestou-se pela inexistência de irregularidades, com base principalmente nos seguintes argumentos:

- a) não há indícios de que a subscrição das debêntures da CEMAR eram um mau investimento em sua origem, tanto que o Banco Itaú S/A e o Unibanco também participaram da operação, dando garantia firme de R\$ 35.000.000,00 cada um, sem que tivessem créditos a receber da Companhia;
- b) havia uma classificação favorável da Standard & Poor's sobre as debêntures de emissão da CEMAR, sendo que o rebaixamento da

classificação somente ocorreu cerca de um depois, tendo contribuído para tanto um fato alheio à companhia, qual seja a crise de racionamento de energia daquele ano;

c) o Dresdner Bank, ainda que tenha alocado 26% da subscrição aos fundos administrados pela Dresdner Asset Management (entre eles o Fundo Dresdner DI FIF), suportou a mesma situação do reclamante — e em quantia superior às dívidas anteriormente contratadas com a Companhia —, já que adquiriu grande parte das debêntures;

d) o procedimento da Dresdner Asset Management em face do rebaixamento da qualificação do investimento pela Standard & Poor's foi correto; o administrador fechou o Fundo Dresdner DI FIF para novas captações e constituiu uma provisão para a desvalorização das debêntures que representou 100% dos títulos; além disso, procedeu à cisão do Fundo Dresdner DI FIF, de forma que o fundo cindido (Fundo Dresdner DI Cisão FIF) passou a ser composto exclusivamente por títulos públicos federais, pelas debêntures da CEMAR e pela respectiva provisão para desvalorização integral, sem ônus para os quotistas;

e) agindo dessa forma e apesar da desvalorização momentânea em 5,63% do Fundo Dresdner DI LI FAC FI, o administrador corretamente protegeu os cotistas do referido fundo contra saques de investidores que eventualmente poderiam ter sido realizados por investidores mais bem informados, em detrimento dos demais aplicadores do fundo; não bastasse isso, o Fundo Dresdner DI Cisão FIF tem apresentado rentabilidade positiva desde 2000, tendo atingido o percentual positivo de 148,78% em 2002, o que indica que a CEMAR venha honrando o previsto na emissão das debêntures;

f) a Investa S/A, ainda que fosse administradora de recursos (ela não tinha registro na CVM; o administrador do Fundo Dresdner DI LI FAC FI e do Fundo Dresdner DI FIF era a Dresdner Asset Management) não teria violado a Instrução CVM 302/99 ou a Instrução CVM 306/99, visto que as informações solicitadas pelo reclamante foram devidamente prestadas pela Itaú Corretora; o pequeno atraso se deveu à justificada razão de que os Fundos tiveram sua administração transferida do Dresdner Asset Management para o ABN AMRO Asset Management.

5. Em 27/08/04, Hécio Fajardo Henriques interpôs recurso junto à CVM em face da decisão da Superintendência Geral (fls. 196 a 216), razão por que o processo veio para apreciação do Colegiado.

É o relatório.

VOTO

6. Estou convencido de que não há motivos para que se dê prosseguimento à reclamação apresentada. Não existe, pelo menos em princípio, nenhum sinal de que tenha havido irregularidades nas operações apontadas. A meu ver, tudo restou devidamente esclarecido tanto pelas informações prestadas por Itaú Corretora, Dresdner Bank Brasil S/A e CETIP, quanto pelas conclusões bem fundamentadas a que chegou a SOI.

7. Com efeito, não há nada que demonstre irregularidades na subscrição das debêntures emitidas pela CEMAR. De um lado, as debêntures tinham uma boa classificação (brBBB: *uma obrigação com um rating brBBB possui parâmetros de proteção adequados em comparação a outras obrigações brasileiras. Porém, condições econômicas adversas ou outras circunstâncias provavelmente reduzirão a capacidade do devedor de honrar os compromissos relativos à obrigação*)(1). De outro lado, o Dresdner Bank foi coordenador da distribuição juntamente com outras instituições financeiras de renome, como o Itaú e o Unibanco, que prestaram garantia firme de R\$ 70.000.000,00 e que adquiriram parcela significativa da distribuição, o que só confirma a boa classificação da Standard & Poor's (vide relação dos subscritores das debêntures às fls. 56, conforme informação fornecida pela CETIP).

8. De notar que a subscrição de debêntures por Fundo administrado por pessoa jurídica vinculada ao credor, por si só, não traduz irregularidade. Em princípio, prevalece o conceito de *Chinese Wall*. Ademais, não existe no processo nenhuma evidência de que tenha havido a intenção do Dresdner Bank de transferir para os cotistas do Fundo Dresdner DI FIF "créditos de liquidação duvidosa", como insiste em falar o reclamante. Aliás, conforme informação e documentação colhidas por mim perante a SRE, saliento que constou expressamente do prospecto de emissão das debêntures a informação de que o Dresdner Bank era credor da CEMAR (vide itens 7 e 7.1 do Prospecto: *Relação da Emissora com os coordenadores, em 31 de março de 2001*) e que parte da destinação dos recursos seria utilizada para amortizar notas promissórias emitidas pela companhia (vide item IV do Prospecto: *Destinação dos Recursos*). Sendo assim, não cabe a sugestão de que tenha havido falta de informação quando da emissão das debêntures.

9. Além disso, é de se ver que a atitude da administração do Fundo Dresdner DI FIF foi lógica, racional e, como se verificou na prática, capaz de preservar os interesses dos seus cotistas. Com efeito, a incontinenti constituição de provisão de 100% aliada à cisão das debêntures em outro fundo eliminou a chance de que cotistas menos avisados pudessem ser prejudicados por saques imediatos ao Fundo. Ademais, o Fundo do qual o reclamante era indiretamente quotista não sofreu a perda representada pela provisão, já que a CEMAR voltou a honrar suas obrigações para com os debenturistas, trazendo evidente rentabilidade ao Fundo cindido.

10. No que toca a possíveis irregularidades da Investa S/A, cabe dizer que não há sequer prova de que a Investa S/A seja pessoa jurídica, muito menos fosse registrada perante a CVM. A Investa parece ter sido apenas o portal eletrônico utilizado pela Itaú Corretora para tratar com seus clientes.

11. E, sobre a Itaú Corretora, está devidamente provado nos autos que ela, mesmo sem ser a administradora do Fundo Dresdner DI LI FAC e do Fundo Dresdner DI FIF, manteve por diversas vezes contato com o novo gestor do Fundo Dresdner DI FIF (ABN AMRO Asset Management) desde o recebimento da carta do reclamante, auxiliando-o assim na obtenção das informações pretendidas sobre os investimentos dos Fundos. É dizer, mesmo sem estar obrigada a prestar as informações, a Itaú Corretora mobilizou-se perante o novo administrador, de quem as informações dependiam.

12. Acrescento ainda que a Itaú Corretora não realizava à época nenhum serviço de administração de recursos de terceiros. Logo, a decisão de investimento do reclamante, ainda que tomada com base em informações da Itaú Corretora ou da Investa, decorreu unicamente de decisão sua, não cabendo responsabilizar terceiros por eventual insucesso do investimento. Aliás, é nesse sentido que a CVM vem reiteradamente alertando aos investidores: suas decisões de investimento, por mais seguras que sejam, implicam sempre a assunção de riscos. Essa ressalva, vale notar, constava expressamente do item "Exposição a riscos" (fls. 131) do prospecto do Fundo Dresdner DI LI FAC.

13. Não bastasse isso, no caso em particular a atuação da Standard & Poor's não apresenta nada de anormal, vez que o rebaixamento da classificação das debêntures aconteceu de forma justificada (fls. 40), em razão de fatos não existentes ao tempo da distribuição das debêntures, merecendo destaque a crise do "apagão" de 2002 (acionamento de energia), que fez com que a liquidez da CEMAR fosse afetada negativamente, contribuindo para o não cumprimento de certas obrigações da companhia.

14. Finalmente, quanto aos preços diferenciados na subscrição das debêntures, as informações prestadas pelo Dresdner Bank são suficientes (fls. 104): o preço unitário colocado no relatório da CETIP corresponde ao valor bruto da debênture, sem considerar a taxa de colocação que foi totalmente assumida pelo vendedor; já no relatório do Fundo, o preço unitário corresponde ao valor líquido, isto é, descontada a taxa de colocação, pois o fundo desembolsou este valor para a aquisição das debêntures. O Banco informou ainda que a aquisição das debêntures foi dividida no relatório do Fundo Dresdner DI FIF por espelharem duas operações realizadas no mesmo dia, mas em momentos diferentes. A existência de um lote no relatório da CETIP e de dois lotes no relatório do Fundo se deveu ao procedimento de registrar na carteira do Fundo os ativos lote a lote, conforme a negociação, sendo de

destacar que as quantidades e o montante financeiro coincidem com os valores identificados pela CETIP.

15. Por todo o exposto, voto pelo improvimento do recurso.

Rio de Janeiro, 15 de fevereiro de 2006.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

[\(1\)](#) Fonte: Site da Standard & Poor's.