



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.004381/2021-68

Reg. Col. 2479/22

**Acusados:** Orla Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.  
Paulo Dominguez Landeira  
Sagres Investimentos Administração de Recursos Ltda.  
Expedito Pereira de Araujo Junior  
Monetar Distribuidora de Títulos Ltda.  
Marcelo de Macedo Soares e Silva

**Assunto:** Apurar suposta infração por parte de gestora e de administradoras de FIDC **(i)** ao art. 15, § 2º, da Instrução CVM nº 356/2001 c/c art. 92, *caput*, I, da Instrução CVM nº 555/2014; e **(ii)** ao art. 1º, § 1º, da Instrução CVM nº 444/2006, c/c art. 92, *caput*, I, da Instrução CVM nº 555/2014.

**Relator:** Presidente João Pedro Nascimento

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Este PAS<sup>1</sup> foi instaurado pela SSE para apurar a responsabilidade de: **(i)** Orla e Sagres, na qualidade de administradora e gestora do 7 FIDC NP, e seus diretores responsáveis, Paulo Dominguez Landeira e Expedito Pereira de Araujo Junior; e **(ii)** Monetar, na qualidade de administradora do Estratégia FIDC NP, e seu diretor responsável, Marcelo de Macedo Soares e Silva, por terem faltado com o seu dever de

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no Relatório, que antecede este Voto.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

diligência, em violação ao art. 92, I, da ICVM 555<sup>2</sup>, aplicável aos fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados por força do art. 1º dessa mesma instrução.

2. A Acusação sustenta que:

- (i) As Administradoras e a Gestora não teriam sido diligentes ao permitirem que direitos creditórios sem validade jurídica nem substância econômica fossem integralizados na carteira do 7 FIDC NP e do Estratégia FIDC NP, em desacordo com o art. 1º, §1º, da ICVM 444<sup>3</sup>; e
- (ii) As Administradoras teriam violado o disposto no art. 15, §2º, da ICVM 356<sup>4</sup> ao admitirem a integralização das cotas dos Fundos de Investimento em direitos creditórios e não em dinheiro.

3. Feita essa breve introdução, por razões de organização e metodologia, este voto está dividido em 7 (sete) seções, incluindo esta INTRODUÇÃO (Seção I). A Seção II

---

<sup>2</sup> Art. 92, I, da ICVM 555: “O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;”

<sup>3</sup> Art. 1º, §1º, ICVM 444: “Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios: I – que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo; II – decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações; III – que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia; IV – cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco; V – originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial; VI – de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e VII – de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do art. 2º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001”.

<sup>4</sup> Art. 15, §2º, ICVM 356: “Em se tratando de cotas subordinadas, admite-se, nos termos do regulamento do fundo, que a integralização, a amortização e o resgate sejam efetuados em direitos creditórios”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

enfrenta as PRELIMINARES. Já a Seção III descreve AS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DA OPERAÇÃO, com o objetivo de contextualizar as supostas irregularidades praticadas. As Seções V e VI adentram no mérito do PAS, analisando a AUTORIA e a MATERIALIDADE das infrações imputadas pela SSE. A última seção (*i.e.*, Seção VII) apresenta as CONCLUSÕES deste julgamento.

## II. PRELIMINAR

### Preliminar alegada por Paulo Dominguez Landeira

4. Preliminarmente, o Sr. Paulo Dominguez Landeira alegou que a SSE teria incorrido em “*mudança de tipificação das condutas ao longo da instrução processual*”<sup>5</sup>. Isso porque, inicialmente, a Área Técnica teria vislumbrado a ocorrência de operação fraudulenta, mas, após o aprofundamento das investigações, entendeu que não estariam presentes os requisitos necessários à caracterização desse ilícito. Assim, no Termo de Acusação, a SSE imputou aos acusados apenas suposta violação ao dever de diligência.

5. Segundo o Sr. Paulo Dominguez Landeira, “*justamente por não estarem preenchidos tais requisitos, indispensáveis para a caracterização da prática infracional em tela, optou a acusação por manejar dispositivos distintos, com o propósito exclusivo de impor algum nível de penalidade, ainda que apenas sobre parte dos envolvidos nos fatos apurados*”<sup>6</sup>.

6. Da leitura da defesa não é possível depreender qual vício o Termo de Acusação apresentaria na tipificação das condutas, tendo o acusado se limitado a afirmar que a SSE teria apresentado a Acusação “*com o propósito exclusivo de impor algum nível de penalidade*” aos acusados.

---

<sup>5</sup> Doc. nº 1411325, §16.

<sup>6</sup> Doc. nº 1411325, §44.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

7. De todo modo, a fim de que não pare qualquer questionamento sobre higidez deste processo, registro que, no meu entendimento, a Área Técnica procedeu de forma regular na condução dos Processos Administrativos, bem como na apresentação da Acusação, que preenche todos os requisitos previstos na Resolução CVM nº 45/2022, conforme atestado pela PFE<sup>7</sup>.

8. Não há nenhum vício associado ao fato de se ter inicialmente vislumbrado a ocorrência de determinado ilícito e, ao final da instrução dos processos, a área técnica entender que a conduta melhor se amoldaria a outro tipo.

9. Ao proceder à investigação de uma conduta, a área técnica não conhece, de antemão, todos os contornos dos fatos. À medida que as investigações avançam novas questões podem ser descobertas, de modo que é natural a esse processo que suspeitas iniciais de ilícitos sejam descartadas e/ou que outros ilícitos sejam revelados<sup>8</sup>.

10. Foi justamente o que ocorreu no caso em questão. A área técnica inicialmente entendeu que os fatos poderiam se amoldar ao ilícito de operação fraudulenta, mas, conforme as investigações avançaram, constatou que os requisitos desse ilícito não estavam presentes, tendo, entretanto, restado caracterizada a falta de diligência por parte dos acusados.

11. A este respeito, ao analisar o conjunto fático-probatório no aprofundamento das investigações, a Área Técnica foi, em verdade, cuidadosa e responsável; tendo chegado à conclusão de que a imputação a ser inserida no Termo de Acusação (*i.e.*, falta de diligência) representava menor gravidade do que aquela (*i.e.*, operação fraudulenta), que eventualmente se colocava, inicialmente, antes do aprofundamento das investigações.

---

<sup>7</sup> Doc. nº 1320937.

<sup>8</sup> Conforme, Parecer Técnico emitido pela área técnica (doc. nº 1407986): “*Em face do exposto, o Termo de Acusação GSEC-1 1268810 não deve ser alterado, por inexistir comprovação de dolo específico no cometimento de uma operação fraudulenta, nos moldes da letra “c” do item II da Instrução CVM nº 8/79*”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

12. Os motivos pelos quais a SSE entendeu não estarem presentes os requisitos da operação fraudulenta, bem como os elementos que, no seu entendimento, caracterizariam o descumprimento do dever de diligência, estão detalhadamente descritos no Termo de Acusação<sup>9</sup>. Tendo sido bem delimitados os supostos elementos do ilícito, foi franqueada à defesa a oportunidade de exercer o seu contraditório de forma plena, não havendo qualquer violação ao princípio do contraditório e ampla defesa *in casu*<sup>10</sup>.

13. Por essas razões, respeitosamente, voto por rejeitar a preliminar alegada por Paulo Dominguez Landeira.

### III. PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DA OPERAÇÃO

14. Superada a questão preliminar e antes de passar à análise do mérito, me parece importante retomar o histórico das ações judiciais das quais provêm os direitos creditórios integralizados nos Fundos de Investimento.

15. A compreensão dos principais marcos e decisões proferidas nessas ações é necessária para contextualizar a análise que se fará a seguir sobre a conduta de cada um dos acusados.

---

<sup>9</sup> Transcrevo trecho da acusação (doc. nº 1268810): “Contudo, para comprovar o cometimento de operação fraudulenta, se faz necessário demonstrar que, conforme entendimento do Diretor Henrique Machado no âmbito de Voto proferido, em 18/6/2019, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ-2014-12081, estão “... presentes os seguintes requisitos: (i) a utilização de ardil ou artifício, (ii) destinado a induzir ou manter terceiros em erro, (iii) com a finalidade de obter vantagem econômica ilícita para si ou para outrem. No bojo dos Processos CVM 19957.004268/2019-68 e 19957.009826/2019-81, não há, todavia, elementos suficientes para comprovar que a integralização dos direitos creditórios sem valor econômico nos fundos teria por destinação induzir ou manter terceiros em erro. Foram os próprios cotistas que integralizaram os ativos nos fundos”.

<sup>10</sup> “O direito de ser informado da acusação, em toda sua extensão, constitui um direito essencial, integrando o direito de defesa; sem a informação plena de todos os termos da acusação e das sanções cabíveis, não há contraditório e, conseqüentemente, não pode ser exercido o direito de defesa” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriádna; PARENTE, Flávia e FREITAS HENRIQUES, Marcus. *Mercado Capitais: Regime Jurídico*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 394).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

16. Há 3 (três) ações judiciais relevantes para fins deste PAS:
- (i) **Ação Ordinária de Reivindicação de Terras nº 696/49** (“Ação de Reinvidicação de Terras”) – Ação ajuizada pelo Estado do Paraná em 1896, cujo objeto consistia na desapropriação de uma área conhecida como “Gleba dos Apertados” em face dos proprietários à época (J.T.P. e outros)<sup>11</sup>. Em 1899, após os recursos cabíveis, o pedido foi julgado procedente pelo Supremo Tribunal Federal, reconhecendo o domínio do Estado do Paraná sob referidas terras. Contudo, apenas em 1949 o Estado do Paraná requereu a execução da sentença<sup>12</sup>. Foram opostos embargos à execução, tendo o Juízo de Direito da 1ª Vara da Fazenda Pública da Comarca de Curitiba reconhecido, em primeiro grau, a prescrição da pretensão executiva, em 1951<sup>13</sup>.
  
  - (a) **Recurso Especial nº 37.056** – O Estado do Paraná ingressou com Recurso Extraordinário contra a decisão do Juízo de Direito da 1ª Vara da Fazenda Pública da Comarca de Curitiba, que foi convertido no Recurso Especial nº 37.056<sup>14</sup>. Em 1998, o Recurso Especial foi julgado pelo STJ, que decidiu pelo não conhecimento do recurso<sup>15</sup>. O acórdão do STJ, que manteve o reconhecimento da prescrição da pretensão executiva em desfavor do Estado Paraná transitou em julgado 09/06/1999<sup>16</sup>.

---

<sup>11</sup> Doc. nº 1269171, p. 24.

<sup>12</sup> Doc. nº 1269171, p. 24.

<sup>13</sup> Doc. nº 1269171, p. 24.

<sup>14</sup> Doc. nº 1269171, p. 25.

<sup>15</sup> Doc. nº 1269171, p. 26.

<sup>16</sup> Doc. nº 1269171, p. 26.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

(b) Em **20/07/2001** foi proferido despacho nos autos do Processo nº 696/49, no seguinte sentido: *“Trata-se de ação ordinária procedente e confirmada pelo Egrégio STF, reconhecendo como sendo do Estado do Paraná as terras dos “Apertados”, objeto do litígio. Promovida a execução apenas para cancelar os títulos dos réus, houve embargos julgando-se ao final prescrita a execução, mas sem impor nenhum ônus, exceto custas, conforme venerado Acórdão do STJ (7º volume, fls. 1.684). Com a baixa dos autos e formado o 8º volume, passaram a ser nele encartadas escrituras de cessões de créditos, de direitos hereditários, pedidos de habilitação de herdeiros, pedidos de substituição de cedentes, pedidos de assistência simples, de assistência litisconsorcial, até execução de honorários, em quantia a ser arbitrada. O Ministério Público opinou pelo indeferimento. De fato, constata-se mais que não há nenhum título executivo e nem qualquer outro direito, nem mesmo reconhecimento de qualquer outra responsabilidade do Estado do Paraná, nestes autos. Pelo contrário, há coisa julgada no sentido de que não existe título executivo contra o Estado do Paraná”*<sup>17</sup>.

(ii) **Ação de Atentado**<sup>18</sup> nº 1059/57 (“Ação de Atentado”, em conjunto com a Ação de Reinvidicação de Terras, “Processos de Origem”) –

---

<sup>17</sup> Doc. nº 1269171, p. 26.

<sup>18</sup> *“Atentado é a ação, a medida e o procedimento cautelar cuja finalidade é o restabelecimento do estado fático da causa quando esse é rompido pela inovação ilegal praticada por uma das partes, ou pela violação de medidas judiciais decretadas. Trata-se de medida indubitavelmente cautelar, apesar do seu eventual caráter repressivo, uma vez que em certas situações a prevenção do dano irreparável ao processo, que o atentado busca, só é alcançada mediante a prática de atos concretos do requerido, o que torna necessário o emprego de coação processual e material contra o mesmo. Logo, nesses casos, o caráter repressivo da medida de atentado aparece no cenário processual apenas como instrumento a serviço do alcance da prevenção, ou seja, como meio para se afastar o perigo de dano à eficiência do processo principal. Observe-se, por fim, que, dado o escopo específico da medida de atentado, 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Ação ajuizada pelos sucessores e herdeiros das terras “Gleba dos Apertados” (Espólio de J.T.P. e outros), contra o Estado do Paraná, a fim de obter a devolução dessas terras. Após a interposição dos recursos cabíveis, foi reconhecido o direito de ocupação das terras pelos requerentes<sup>19</sup>.

- (a) Em **20/07/2001** foi proferido despacho nos autos do Processo nº **1059/57** no seguinte sentido: *“Com a baixa dos autos, passaram a ser neles encartadas escrituras de cessões de créditos, de direitos hereditários, pedidos de habilitação de herdeiros, pedidos de substituição dos cedentes, pedidos de averbação de assistência simples, de assistência litisconsorcial, pedido de averbação em requisitório e até pedido de liquidação [...]. Porém, pela decisão irrecorrida (fls. 3.379 – 13º volume) foi indeferida a súplica de habilitação de herdeiros, na ausência de título executivo contra o Estado do Paraná nestes autos. Porém, consta-se mais, que não há nem título executivo e nem qualquer outro direito, nem mesmo reconhecimento de qualquer outra responsabilidade do Estado do Paraná nestes autos. Pelo contrário, há coisa julgada no sentido de que não existe título executivo contra o Estado do Paraná”*<sup>20</sup>; e
- (b) Em **11/04/2003** foi proferida decisão nos autos do Processo nº **1059/57** no seguinte sentido: *“Determino à Escritania extrema cautela quando do fornecimento de certidões a pedido*

---

*propositura desta ação cautelar só admite a modalidade incidental”*. (MACHADO, Antônio Cláudio da Costa. *Código de processo civil interpretado e anotado: artigo por artigo, parágrafo por parágrafo*, 5ª ed. Barueri, SP: Manole, 2013. p. 1.447-1.461)”.  
<sup>19</sup> Doc. nº 1269171, p. 31.  
<sup>20</sup> Doc. nº 1269171, pp. 33-34.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

*de interessados, evitando ‘pinçar’ fatos ocorridos nos autos que deem margem à interpretação fora da realidade e do conteúdo dos autos, que é uma só, ou seja, não há um níquel sequer a ser pago a quem quer que seja no presente feito. Determino mais, que toda certidão a ser expedida, de agora em diante, relativa aos presentes autos, deverá conter, além dos dados pleiteados pelas partes (respeitando-se a determinação do item anterior), a observação de que, neste processo, não já crédito nem direito algum, posto que o pedido inicial foi julgado improcedente, com decisão transitada em julgado, entrando-se arquivados os autos”<sup>21</sup>.*

- (iii) **Ação de Desapropriação Indireta nº 0004840-59.2019.8.16.0004** (“Ação de Desapropriação Indireta”) – Ação ajuizada por L.R.C.B. em face do Estado do Paraná em 23/05/2019, cujo objetivo é o pagamento de indenização pela não devolução das terras pelo Estado do Paraná<sup>22</sup>.

17. De acordo com instrumento de cessão juntado aos autos<sup>23</sup>, a Cotista Única adquiriu em 18/12/2018 crédito do Sr. L.R.C.B. proveniente **(i)** da Ação Ordinária de Reivindicação de Terras nº 696/49; **(ii)** da Ação de Atentado nº 1059/57; e **(iii)** do Recurso Especial nº 37.056.

---

<sup>21</sup> Doc. nº 1269171, p. 35.

<sup>22</sup> Doc. nº 1269171, p. 1.

<sup>23</sup> “*CONSIDERANDO QUE: (i) O CEDENTE é titular de direitos creditórios provenientes das ações reivindicatórias sob o nº 696/49 e Ação de atentado sob o nº 1059/57 e Resp nº 37.056-PR, transitado em julgado em 09 de junho de 1999*” (doc. nº 1269168).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

18. Tal “crédito” foi integralizado pela Cotista Única no 7 FIDC NP, conforme boletim de subscrição datado de 08/02/2019<sup>24</sup>, bem como instrumento de cessão datado de 08/12/2018<sup>25</sup>, pelo valor de R\$ 70 milhões.

19. Já o “crédito” integralizado no Estratégia FIDC NP é proveniente da Ação de Desapropriação Indireta nº 0004840-59.2019.8.16.0004, conforme declarado em resposta da Monetar ao Ofício CVM nº 171/2019/CVM/SIN/GIES<sup>26</sup>. O “crédito” em questão também foi adquirido pela Cotista Única do Sr. L.R.C.B, conforme instrumento de cessão datado de 10/07/2019<sup>27</sup>, tendo sido por ela integralizado na carteira do Estratégia FIDC NP, conforme boletim de subscrição datado de 25/09/2019<sup>28</sup>, também pelo valor de R\$ 70 milhões.

#### IV. CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS SOBRE O ILÍCITO

20. O presente PAS apura se as Administradoras e a Gestora, bem como seus diretores responsáveis, teriam falhado no cumprimento de seu dever de diligência ao permitir que direitos creditórios que supostamente careceriam de substância econômica e validade jurídica fossem integralizados nas carteiras do 7 FIDC NP e do Estratégia FIDC NP.

---

<sup>24</sup> Doc. nº 1268975.

<sup>25</sup> Doc. nº 1269113.

<sup>26</sup> “c) encaminhar os detalhes descritivos dos direitos creditórios, bem como toda documentação suporte, tal como, termo de cessão, contratos, pareceres, etc.; Resposta: Os direitos creditórios são provenientes da ação de desapropriação indireta, nº 004840-59.2019.8.16.0004, que tramita perante a 2ª Vara de Fazenda Pública de Curitiba, em que figuram como autor o Sr. [L.R.C.B] [...] em face do Estado do Paraná, conforme Instrumento de Particular de Cessão de Direito Creditório anexo à presente” (doc. nº 1269464, p. 2).

<sup>27</sup> Doc. nº 1269595.

<sup>28</sup> Doc. nº 1269593.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

21. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) são fundos que destinam parcela preponderante de seu patrimônio para aplicação em direitos creditórios. À época dos fatos, os FIDC eram regidos pela ICVM 356<sup>29</sup>.

22. O Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (FIDC NP)<sup>30</sup>, por sua vez, são FIDC autorizados a investir em determinados direitos creditórios de maior risco.

23. Nesse sentido, conforme previsto no art. 1º, §1º da ICVM 444 que à época disciplinava os FIDC NP, esse tipo de fundo poderia investir, por exemplo, em direitos creditórios “*que resultem de ações judiciais em curso, constituem seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia*” ou “*cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco*”<sup>31</sup>.

24. Em razão do maior risco que esses ativos apresentam, os FIDC NP apenas poderiam ser destinados a investidores profissionais<sup>32</sup>.

---

<sup>29</sup> Com a edição da Resolução CVM nº 175/2022, os FIDC e os FIDC NP passaram a ser disciplinados pelo Anexo Normativo II dessa resolução, que consolidou a regulamentação sobre a matéria.

<sup>30</sup> O FIDC NP era regulamentado pela ICVM 444, vigente à época dos fatos.

<sup>31</sup> Cf., o art. 1º, § 1º da ICVM 444: “*Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios: I – que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo; II – decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações; III – que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia; IV – cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco; V – originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial; VI – de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e VII – de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do art. 2º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001.*”

<sup>32</sup> Art. 4º da ICVM 444: “*Art. 4º Os fundos regulados por esta Instrução somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas em mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor profissional, conforme definido em regulamentação específica.*”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

25. A despeito dessas diferenças, o fato é que tanto os FIDC quanto os FIDC NP investem preponderantemente em direitos creditórios, que apresentam por característica central a existência de uma expectativa de recebimento de determinado valor associado a uma relação jurídica subjacente.

26. Inexistindo qualquer expectativa de recebimento de crédito, não se pode, evidentemente, falar em direito creditório apto a integrar a carteira de um FIDC.

27. Nos termos da legislação civil, o cedente do crédito responde pela sua existência, não sendo responsável, porém, pela solvência do devedor<sup>33</sup>. Sem prejuízo das regras de responsabilidade civil, a CVM impõe aos prestadores de serviço dos FIDC obrigações próprias, que também visam, em última análise, garantir a higidez dos direitos creditórios aportados na carteira desses fundos.

28. Tal sistema administrativo de deveres e responsabilidades é complementar às regras de responsabilidade civil, funcionando como uma camada adicional necessária de proteção dos investidores que adquirem cotas de FIDC, em desestímulo ao cometimento de fraudes no âmbito do mercado de capitais<sup>34</sup>.

---

<sup>33</sup> Cf., arts. 295 e 296 do Código Civil: **(i)** “Art. 295. Na cessão por título oneroso, o cedente, ainda que não se responsabilize, fica responsável ao cessionário pela existência do crédito ao tempo em que lhe cedeu; a mesma responsabilidade lhe cabe nas cessões por título gratuito, se tiver procedido de má-fé”; e **(ii)** “Art. 296. Salvo estipulação em contrário, o cedente não responde pela solvência do devedor”. Sobre esses dispositivos, Gustavo Tepedino e Anderson Schreiber ensinam que: “*Seja gratuita, seja onerosa a cessão, o cedente não é, em regra, responsável frente ao cessionário pelo efetivo adimplemento da obrigação transmitida (bonitas nominis) ou pela solvência do devedor. Nas cessões onerosas, contudo, o cedente responde pela realidade da dívida, ou seja, pela existência do crédito ao tempo em que cedeu (veritas nominis)*” (TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. Fundamentos do Direito Civil: Obrigações. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 187).

<sup>34</sup> Como já pontuado pelo então Presidente Marcelo Trindade no âmbito do Processo CVM nº RJ2004/6913, apreciado na Reunião de Colegiado de 04/10/2005, tratando especificamente da responsabilidade do custodiante, que era objeto de consulta, mas cuja mesma lógica pode ser aplicada para os deveres dos demais prestadores de serviço dos fundos em suas respectivas esferas de atuação: “***Se é o cedente que responde pela inexistência dos créditos, a rigor o custodiante do FIDC não teria interesse em ‘verificar o lastro dos direitos creditórios cedidos’, e se poderia questionar a utilidade, para o fundo, da exigência regulamentar daquela conduta. Porque, então, a Instrução CVM 356/01 impõe esse dever ao custodiante? Parece-me haver pelo menos duas razões para fazê-lo. A primeira decorre da já citada característica básica do FIDC, que é a de normalmente não envolver a análise de crédito do originador ou do cedente, mas sim a da qualidade da carteira de recebíveis (e a capacidade de geração de tal carteira pelo originador). Sendo isto verdade, o fato de o cedente eventualmente responder pelos títulos inexistentes não***”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

29. Dentre os deveres dos prestadores de serviço dos FIDC, destaca-se a obrigação dos administradores e gestores de atuarem com cuidado e diligência no exercício de suas funções, nos termos do art. 92, I, da ICVM 555<sup>35</sup>.

30. O dever de diligência impõe um padrão de conduta aos administradores e gestores de fundos de investimentos. Não há uma única forma de agir diligentemente. Na verdade, há uma série de comportamentos que poderiam se amoldar ao padrão de conduta imposto por esse dever.

31. Conforme entendimento consolidado em diversos julgados da CVM, o dever de diligência tem natureza de uma obrigação de meio<sup>36</sup>, de modo que, ao analisar o cumprimento dessa obrigação, o julgador deve verificar o processo de tomada da decisão e não o mérito da decisão em si<sup>37</sup>. A preocupação com o processo decisório e não apenas

---

*deve ser considerado quando da cessão dos créditos, pois o interesse do fundo está concentrado nos recebíveis. Assim, exige-se que o custodiante verifique o lastro dos direitos creditórios, pois é este lastro (a operação ou negócios que deu origem ao crédito) que fará com que o crédito seja exigível dos devedores finais. O segundo benefício parece ser o desestímulo à fraude por parte do originador ou do cedente, que poderiam transferir de má-fé ao fundo créditos não lastreados em efetivas operações ou negócios. A existência de uma verificação pelo custodiante diminui a possibilidade de ocorrer tal fraude” (grifei).*

<sup>35</sup> “No exercício de suas atividades, o administrador e o gestor encontram-se obrigados a se empenhar na busca das melhores condições para o fundo, obedecendo sempre os ditames presentes em seu regulamento, especialmente a política de investimentos escolhida pelo cotista, sem prejuízo das deliberações provenientes da Assembleia Geral de Cotistas” (DOTTA, Eduardo M. *Responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundos de investimento*. Coimbra: Grupo Almedina, 2018).

<sup>36</sup> A este respeito, transcrevo trecho do voto da à época Presidente Maria Helena Santana no PAS nº RJ2005/5442, julgado em 23/05/2007: “Não se trata aqui de a CVM verificar se as expectativas do administrador e do gestor quanto ao resultado do investimento se concretizaram ou não, **mas sim de verificar se houve diligência na decisão tomada. Em última análise, trata-se de analisar se a decisão tomada observou o profissionalismo e a lealdade aos interesses do cliente exigidos pela regulamentação para a administração de recursos de terceiros**” (grifei).

<sup>37</sup> Nesse sentido, como destaquei no voto apresentado no âmbito do PAS CVM nº 19957.002899/2020-86, de minha relatoria, j. em 29/11/2022: “[...] o dever de diligência é uma obrigação de meio, cujo cumprimento deve ser aferido **a partir da análise do processo que levou à tomada da decisão**. Nesse sentido, ao analisar o cumprimento desse dever, o julgador não deve adentrar no mérito da decisão, opinando se ela foi a melhor dentre várias possíveis. 10. Há vários motivos que justificam a cautela em relação à interferência em decisões da administração. Pode-se citar, por exemplo, desde a falta de conhecimento do julgador em relação às particularidades de cada negócio até os riscos associados à revisão ex post, que costuma ser impactada pelo viés de retrospectiva” (grifei).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

com o conteúdo finalístico da decisão está alinhada com a atuação profissional e responsável, que se espera dos administradores e dos gestores de fundos de investimentos.

32. Como antecipado, o presente PAS busca apurar se a Gestora e as Administradoras falharam com o seu dever de diligência ao analisar os direitos creditórios que foram aportados na carteira dos Fundos de Investimento. Ao ser subscrito e integralizado pelo cotista, o ativo deixa de compor o patrimônio deste e passa a integrar a carteira do fundo e a fazer parte de sua estratégia de investimento.

33. Um dos comportamentos mais básicos esperados dos gestores e administradores em cumprimento aos seus deveres nessa situação, e que consiste no cerne de discussão deste PAS, é a análise sobre se o ativo integralizado se amolda aos critérios formais que devem ser observados para que possa integrar a carteira de um FIDC. Dentre esses requisitos destaca-se o disposto no art. 1º, § 1º da ICVM 444, acima referido, que lista os direitos creditórios que podem ser adquiridos por FIDC NP.

34. Com relação à atuação dos gestores, estes representam uma peça central na estrutura de um fundo de investimento, por serem responsáveis pela estratégia de gestão do fundo e pela tomada de decisões de investimento<sup>38</sup>. Nesse sentido, no processo de integralização de cotas por meio de direitos creditórios, os gestores devem analisar com cuidado e diligência o ativo e a sua relação jurídica subjacente, à luz dos aspectos acima delineados.

35. Já os administradores fiduciários, conforme regulamentação vigente à época<sup>39</sup>, devem fiscalizar a atuação do gestor, por meio da adoção de sistemas de controle e rotinas

---

<sup>38</sup> Como destaquei em Manifestação de Voto referente ao Processo CVM nº 19957.010075/2022-41, apresentada na Reunião do Colegiado de 29/11/2022: “Com a evolução e especialização da indústria, a figura do gestor de recursos foi ganhando relevância e independência em relação ao administrador, de modo que, atualmente, é inegável a importância da instituição gestora, como responsável pela definição de estratégias e tomada de decisões de investimento”.

<sup>39</sup> Nos termos do art. 33 e do art. 39 da então vigente ICVM 356, o administrador era responsável pelos serviços necessários à administração do fundo, podendo contratar terceiros para o desempenho das atividades de consultoria especializada, gestão da carteira, custódia e agente de cobrança. Ao contratar terceiros para o desempenho de funções necessárias ao funcionamento do fundo de investimento, o



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

capazes de identificar sinais de alerta (“*red flags*”) que indiquem potenciais desconformidades ou irregularidades nos ativos aportados na carteira do fundo de investimento.

36. Reconheço que não cabe à CVM se imiscuir na análise sobre a chance de êxito de determinado processo em curso, que venha a gerar direitos creditórios aportados na carteira de um FIDC. O fato de o processo não ter, ao final, um resultado positivo em favor do FIDC não implica no descumprimento por parte dos prestadores de serviço de seus deveres.

37. Na verdade, a fim de aferir se houve alguma violação de seus deveres fiduciários é necessário analisar o processo decisório percorrido, independentemente do resultado alcançado. E sob essa perspectiva, não se pode tolerar uma postura passiva por parte dos prestadores de serviço, que ignorem sinais de alerta relevantes e facilmente detectáveis no sentido de inexistir qualquer crédito associado a uma dada demanda.

38. Com base nessas premissas, passo a analisar a conduta dos acusados nesse PAS.

### V. **MÉRITO: INFRAÇÃO AO ART. 1, §1º, DA ICVM 356 C/C ART. 92, I, DA ICVM 555**

39. Este PAS abrange duas acusações:

- (i) suposta infração, pela Orla, pela Sagres, pela Monetar e por seus diretores responsáveis, ao art. 1º, §1º, da ICVM 444 c/c art. 92, *caput* e I, da ICVM 555, por terem permitido que direitos creditórios supostamente sem validade jurídica e substância

---

administrador se desincumbe de prestá-las diretamente, mas assume uma obrigação de fiscalizar o terceiro contratado, conforme art. 39, §2º, da ICVM 356 (“§ 4º *Nos casos de contratação prevista no caput, a instituição administradora do fundo deve possuir regras e procedimentos adequados, por escrito e passíveis de verificação, que lhe permitam diligenciar o cumprimento, pelo prestador de serviço contratado, de suas obrigações*”).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

econômica fossem integralizados na carteira do 7 FIDC NP e do Estratégia FIDC NP; e

- (ii) suposta infração, pela Orla, pela Monetar e por seus diretores responsáveis, ao art. 15, §2º, da ICVM 356 c/c art. 92, *caput* e I, da ICVM 555, por terem admitido a integralização das cotas dos Fundos de Investimento em direitos creditórios.

40. Nas próximas subseções, analisarei, de forma individualizada, a responsabilidade dos acusados em relação à primeira acusação. A Seção VI, por sua vez, se dedicará à análise da segunda acusação que compõe este PAS.

### V.A Atuação da Sagres e do Sr. Expedito Pereira de Araujo Junior

41. Desde logo, antecipo minha conclusão no sentido que a Acusação reuniu provas suficientes de que a Sagres, na qualidade de gestora do 7 FIDC NP, bem como seu diretor responsável falharam no cumprimento de seu dever de diligência ao permitir que créditos sem validade jurídica, provenientes de ações judiciais, integrassem na carteira do 7 FIDC NP.

42. Conforme mencionado na Seção III deste voto, os direitos creditórios integralizados na carteira do 7 FIDC NP pela Cotista Única eram provenientes: (i) da Ação Ordinária de Reivindicação de Terras nº 696/49; (ii) do Recurso Especial nº 37.056; e (iii) da Ação de Atentado nº 1059/57.

43. Como visto acima, o gestor é figura central na estrutura de um fundo de investimento, sendo responsável por determinar a estratégia de investimento do veículo. Esse prestador de serviço possui importantes atribuições no processo de integralização de participação no fundo com ativos, cabendo destacar, no que toca ao presente PAS, o dever do gestor de analisar com cuidado e diligência o direito creditório a ser aportado,





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

avaliando de maneira cuidadosa o preenchimento dos requisitos formais necessários para que possa compor a carteira de um FIDC.

44. Ao ser questionado acerca das diligências realizadas no processo de aporte dos direitos creditórios na carteira do 7 FIDC NP, a Gestora alegou ter contratado parecer jurídico<sup>40</sup> da lavra de A.A.G. e de K.A.M.N., que supostamente teria analisado o investimento.

45. Se, *de um lado*, é permitido ao gestor basear-se em estudos elaborados por terceiros para subsidiar a sua decisão de investimento, *de outro lado*, o gestor não se desincumbe de suas obrigações com a mera contratação de um especialista no tema, devendo analisar criticamente as análises produzidas.

46. A esse respeito, confira-se o seguinte trecho do voto da Diretora Flávia Perlingeiro, no âmbito do PAS nº 19957.010193/2019-54, que traz considerações sobre o dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas, que são aplicáveis ao contexto dos fundos de investimento:

“Sem embargo, o direito de confiar em informações fornecidas por terceiros (*right to rely on others*) não é absoluto. Como já asseverei em outra oportunidade, os administradores têm o direito de confiar nas informações fornecidas por subordinados e outros profissionais especializados, mas isso não os exime de analisar criticamente essas informações e avaliar a necessidade de complementação, notadamente quando se esteja diante de significativos sinais de alerta. Do contrário, o administrador se transformaria, em última instância, em mero chancelador de análises conduzidas ou decisões tomadas por terceiros, o que contrariaria a própria natureza do cargo.”<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup> Doc. nº 1268959.

<sup>41</sup> No mesmo sentido, Nelson Eizirik pontua que “*de acordo com o dever de diligência, os administradores devem, a princípio, confiar nas informações que lhes são fornecidas por outros administradores, empregados ou consultores. No entanto, eles não podem confiar ‘cega e passivamente’ em tais informações a ponto de não promoverem uma razoável investigação sobre o material que lhe foi encaminhado, principalmente quando se tratar de negócios relevantes para a companhia. Eles devem ainda verificar se existem pontos dos relatórios que devem ser melhor esclarecidos por estarem incompletos, inconsistentes, duvidosos ou ambíguos*” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriádna; PARENTE, Flávia e FREITAS



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

47. Ao analisar o parecer jurídico contratado pela Sagres, identifiquei diversas fragilidades no estudo sobre as ações judiciais que deram origem aos Direitos Creditórios 7 FIDC NP. A análise sobre tais ações foi bastante rasa e incompleta, como se verá a seguir, sendo absolutamente vulnerável creditar apenas ao parecer as avaliações necessárias para a realização do investimento, que deve ser fruto de processo decisório refletido e responsável.

48. A partir da simples leitura das certidões de objeto e pé da Ação de Reinvidicação de Terras e da Ação de Atentado salta aos olhos **uma série de decisões e despachos afirmando, de forma categórica, que não existia qualquer direito creditório associado aos processos em questão**. Destaco, nesse sentido, o seguinte despacho, proferido em 20/07/2001, nos autos da Ação de Reinvidicação de Terras:

“Trata-se de ação ordinária procedente e confirmada pelo Egrégio STF, reconhecendo como sendo do Estado do Paraná as terras dos ‘Apertados’, objeto do litígio. Promovida a execução apenas para cancelar os títulos dos réus, houve embargos julgando-se ao final prescrita a execução, mas sem impor nenhum ônus, exceto custas, conforme venerado Acórdão do STJ (7º volume, fls. 1.684). Com a baixa dos autos e formado o 8º volume, passaram a ser nele encartadas escrituras de cessões de créditos, de direitos hereditários, pedidos de habilitação de herdeiros, pedidos de substituição de cedentes, pedidos de assistência simples, de assistência litisconsorcial, até execução de honorários, em quantia a ser arbitrada. O Ministério Público opinou pelo indeferimento. **De fato, constata-se mais que não há nenhum título executivo e nem qualquer outro direito, nem mesmo reconhecimento de qualquer outra responsabilidade do Estado do Paraná, nestes autos. Pelo contrário, há coisa julgada no sentido de que não existe título executivo contra o Estado do Paraná**” (grifei)<sup>42</sup>.

---

HENRIQUES, Marcus. *Mercado de Capitais Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 442-443)

<sup>42</sup> Doc. nº 1269171, p. 26.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

49. Na mesma linha, em decisão proferida em 11/04/2003, nos autos da Ação de Atentado, o Juiz de Direito da 1ª Vara da Fazenda Pública do Estado do Paraná fez constar que:

“4. Determino à Escrivania extrema cautela quando do fornecimento de certidões a pedido de interessados, evitando ‘pinçar’ fatos ocorridos nos autos que dêem margem à interpretação fora da realidade e do contexto dos autos, que é uma só, ou seja, **não há um níquel sequer a ser pago a quem quer que seja no presente feito.**

5. Determino mais, que toda certidão a ser expedida, de agora em diante, relativa aos presentes autos, deverá conter, além dos dados pleiteados pelas partes (respeitando a determinação do item anterior), **a observação de que, neste processo, não há crédito nem direito algum, posto que o pedido inicial foi julgado improcedente com decisão transitada em julgado, encontrando-se arquivados os autos**” (grifei)<sup>43</sup>

50. Embora tais decisões e despachos sejam contundentes em relação à inexistência de qualquer crédito e tenham sido proferidos anos antes do aporte dos direitos creditórios na carteira do 7 FIDC NP, o parecer jurídico é silente a seu respeito, limitando-se a tratar, de maneira bastante superficial do objeto da Ação Ordinária de Reivindicação de Terras e da Ação de Atentado<sup>44</sup>. É o que se depreende dos trechos abaixo transcritos, em que o parecer analisa os Processos de Origem:

---

<sup>43</sup> Doc. nº 1268810, §11º.

<sup>44</sup> O foco do parecer jurídico, na verdade, parece ter sido outros aspectos da operação, como a validade jurídica da cessão dos créditos. Nesse sentido, as páginas 2 a 4 do parecer se dedicam à análise dos Processos de Origem, enquanto as 33 páginas restantes tratam da cessão dos direitos creditórios, bem como do valor que deveria ser atribuído aos créditos. Cf., os seguintes trechos do parecer jurídico, a título exemplificativo, “*Passada a análise do processo judicial de onde se originaram os créditos, exporemos a respeito da legislação pertinente à cessão de créditos oriundos de ações judiciais transitadas em julgado. [...] Importante asseverar que a cessão transfere todos os elementos da obrigação, tais como, juros, multa e, inclusive, garantias da dívida, salvo expressa disposição em contrário. Logo, se a obrigação cedida é garantida por hipoteca, o cessionário torna-se credor hipotecário; se por penhor, o cedente é obrigado a entregar o objeto empenhado ao cessionário. [...] Por fim, no que diz respeito à valoração do crédito utilizado para composição dos ativos do FIDC-NP, passamos a tecer os pertinentes comentários. [...] Sendo assim, inicialmente traz-se que a metodologia proposta para valoração dos créditos componentes do ativo do FIDC-NP baseia-se no termo ‘valor justo’, que resumidamente tem como principal objetivo evitar a transferência de riqueza entre os direitos quotistas dos fundos e, além disso, dar maior transparência aos riscos embutidos nas posições, uma vez que as oscilações de mercado dos preços dos ativos, ou dos fatores determinantes desses, estarão refletidas nas quotas, melhorando assim a comparabilidade entre suas performances*” (doc. nº 1268959).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

“O direito creditório em questão advém de ação submetida ao rito ordinário, processo judicial nº 1059/57, que tramitou perante a 1ª Vara de Fazenda Pública da Comarca de Curitiba, e teve por objeto originário do litígio a discussão sobre área de terras, localizada no município de Paranavaí, no Estado do Paraná. Em suma, tendo por instrumento processual ação reivindicatória, iniciada no ano de 1.896, pelo Estado do Paraná, veio a ter reconhecido seu direito de propriedade sobre a supracitada área de terras. Entretanto, a execução da sentença obtida no referido processo somente foi ajuizada no ano de 1.946, dando azo à oposição de embargos, sob a ótica da prescrição do direito. Independentemente dos embargos opostos pelos executados, em afronta a qualquer normativa e antes do trânsito em julgado da dita execução, o Estado do Paraná, por meio de medidas administrativas, expulsou os ocupantes do imóvel, imitando-se na posse por ato coercitivo, em companhia de força policial. Havendo clara ilegalidade no ato citado no item anterior, desta feita, foi reconhecida nos autos da Apelação Cível nº 35.521 a referida ilegalidade, interposta por meio da ação de atentado nº 1059/57, esta movida pelos possuidores Espólio de [J.T.P.] [...] e Outros. Por fim, com base na já referida prescrição da decisão obtida originalmente, confirmada por meio de embargos à execução, e na própria ilegalidade do ato de expulsão, inclusive se utilizando o Estado de força policial para tal, que foi pedido o retorno ao estágio originário, assegurando, desta forma, o direito de propriedade aos Autores. Desta feita, foi reconhecido o direito de propriedade aos Autores, no total de 16.178 (dezesseis mil, cento e setenta e oito) alqueires, área esta relativa ao imóvel objeto do litígio, que teve seu trânsito em julgado perante a 3ª Turma do Superior Tribunal de Justiça, mediante acórdão publicado no dia 03 de novembro de 1988 (Resp 37.056-PR) e que, nesta senda, não conheceu do recurso interposto pelo Estado do Paraná. Ressaltamos que a consolidação do direito se deu por meio do decurso do prazo para possível ingresso de ação rescisória. A respectiva certidão relativa ao Acórdão supramencionado foi renovada e encaminhar a este escritório sob o nº 2336258, código de segurança nº 1D99.FE85.7C11.114, tendo sido gerada em 27 de dezembro de 2018, às 14h54 min. Segundo certidão emitida no dia 12 de agosto de 1996, pela 1ª Vara de Fazenda Pública, Falências e Concordatas da Comarca de Curitiba, inicialmente o crédito encontrava-se em nome de [...] [M.C.M.N.], tendo todas as cessões privadas realizadas posteriormente obedecido os requisitos legais.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Isto posto, não nos parece haver qualquer controvérsia sobre a existência, validade e exequibilidade do Direito Creditório<sup>45</sup>.

51. A falta de menção a tais decisões no parecer jurídico não foi enfrentada pela Gestora em nenhum momento, que, pelo o que afirma em sua própria defesa, confiou cegamente no parecer jurídico notoriamente superficial sem constatar as flagrantes omissões em que este incorreu.

52. Em cumprimento aos seus deveres, era esperado que a Sagres tivesse ao menos identificado as decisões e despachos em questão – que indicavam a inexistência de qualquer crédito associado aos processos e que poderiam ser facilmente verificáveis a partir da simples leitura de suas certidões de objeto e pé – e, minimamente, justificado porque, na sua visão, tais entendimentos poderiam ser revertidos.

53. Além desses sinais de alerta, havia no caso outros *red flags* que também foram ignorados pela Gestora. Faço referência, nesse sentido, à decisão proferida pelo STJ no âmbito do Recurso Especial nº 1.484.529 – PR, em 23/09/2015, que confirmou a inexistência de direito de indenização por parte de D.E.A.S. contra o Estado do Paraná, em razão da desapropriação indireta da Gleba dos Apertados. Na decisão, o STJ entendeu que tal direito à indenização estaria prescrito, nos termos da Súmula 114 do STJ.

54. É verdade que a decisão sobre o Recurso Especial nº 1.484.529 se referiu a indenização pleiteada por D.E.A.S., enquanto que o Direito Creditório 7 FIDC supostamente teria origem em direito de indenização devido a outro indivíduo, o Sr. L.R.C.B. Entretanto, é também verdade que as supostas indenizações devidas a D.E.A.S.

---

<sup>45</sup> Doc. nº 1268959, pp. 2 e ss.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

e a L.R.C.B. teriam o mesmo fundamento: a desapropriação indireta pelo Estado do Paraná na Gleba dos Apertados, discutida nos Processos de Origem<sup>46-47</sup>.

55. Portanto, a conclusão a que chegou o STJ no âmbito do Recurso Especial nº 1.484.529 – PR seria, em tese, também aplicável aos Direitos Creditórios 7 FIDC. A referida decisão era um julgado precedente bastante relevante para a análise jurídica do direito de indenização que supostamente servia de lastro aos Direitos Creditórios 7 FIDC. Além disso, tratava-se de decisão que poderia ser facilmente identificada em pesquisa sobre a matéria, tendo sido proferido pelo STJ, corte mais alta do Poder Judiciário para julgar questões atinentes à legislação infraconstitucional.

56. A despeito disso, a Sagres não mencionou ter realizado qualquer análise sobre o Recurso Especial nº 1.484.529 – PR para subsidiar o aporte dos direitos creditórios na carteira do 7 FIDC NP, o que também demonstra a sua falta de diligência.

57. Em sua defesa, a Gestora argumenta que os Direitos Creditórios 7 FIDC teriam sido aportados na carteira do fundo pela sua Cotista Única, de modo que “*a aquisição dos direitos creditórios ocorreu por iniciativa da [...] [Cotista Única] e muito antes da constituição do fundo*”<sup>48</sup>. O argumento, a meu ver, não afasta a irregularidade cometida pela Sagres.

---

<sup>46</sup> Cf. o seguinte trecho da decisão do STJ no Recurso Especial nº 1.484.529 – PR: “*O Tribunal de origem, ao debruçar-se sobre a questão, assim decidiu (fls. 425-427, e-STJ): ‘Na hipótese em questão, constata-se que a prescrição é vintenária, vez que se trata de hipótese de desapropriação indireta, a qual tem natureza real, sendo alcançada pela prescrição aquisitiva. Conforme se observa da petição inicial, em 1896, o Estado do Paraná ajuizou ação reivindicatória das terras denominadas ‘Apertados’ em face de [J.T.T.] [...] e outros [...]’*” (doc. nº 1269235).

<sup>47</sup> Consultada sobre o assunto, a PFE afirmou, no mesmo sentido, que “*De tudo que foi relatado, verifica-se que, embora o ativo objeto desses autos administrativos tenha por fundamento ação diversa daquela colacionada pela r. GIES, sendo verdade que a coisa julgada tem limites subjetivos, ou seja, surte efeitos apenas sobre as partes do processo, o fato é que o direito objeto da ação e da cessão que dá lastro às cotas emitidas pelo fundo Estratégia tem a mesma origem da demanda proposta pelo Senhor [D. E.], ou seja, o conflito possessório que envolveu a ‘Gleba de Apertados’, conforme se pode extrair do conteúdo do acórdão proferido pelo eg. STJ (Recurso Especial nº 1.484.529 - PR), nos autos da Ação de Desapropriação Indireta proposta por esse último senhor (Doc. SEI CVM nº 0994165). Tanto é assim, que o Senhor [L.] afirma que a origem de seu direito está, justamente, nos processos acima relatados (páginas 3 e 4 de sua petição inicial)*” (doc. nº 1270361, §17).

<sup>48</sup> Doc. nº 1412804, 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

58. O fato de os direitos creditórios aportados pertencerem ao cotista único do fundo, não exime o gestor de analisar a validade desses créditos ou os fundamentos considerados na hipótese de a sua constituição ou validade jurídica ser fator preponderante de risco declaradamente assumido pelo cotista, em cumprimento ao seu dever de diligência.

59. Os gestores são profissionais registrados junto à CVM para o desempenho de atividade que é regulada por uma série de normas editadas pela Autarquia. O cumprimento dessas regras visa a garantir que a prestação de serviço de gestão atenderá a padrões mínimos desejáveis para o adequado funcionamento do mercado.

60. A observância desses padrões mínimos é salutar para a hígidez do mercado de capitais como um todo, não podendo o gestor se eximir desses deveres apenas pelo fato de estar atuando a frente de um fundo exclusivo. Como explicado pelo Diretor Relator Gustavo Tavares Borba, no âmbito do PAS CVM nº 07/2012, j. 07/03/2017:

“Os gestores de carteira são profissionais que foram especificamente contratados para exercer a gestão diligente de fundos de investimento, e que, por conta disso, recebem contrapartida econômica. Assim, eles possuem exclusiva responsabilidade pela gestão da carteira dos fundos, como, aliás, encontrava-se previsto nos contratos de gestão referentes aos fundos de investimento em análise.

Desta forma, o gestor mantém hígidas suas obrigações fiduciárias seja qual for o tipo de fundo de investimento para o qual preste serviço, ainda que seja um fundo exclusivo. Isso porque, dentre as proteções instituídas pela regulamentação aplicável da CVM, encontra-se o imprescindível dever de atuação diligente e leal de todos os profissionais que prestam serviços aos fundos de investimento, ainda que sejam fundos exclusivos, na medida em que esses deveres impõe diante da relação fiduciária inerente a função de gerir recursos de terceiros”<sup>49</sup>.

---

<sup>49</sup> Cf., no mesmo sentido, a Manifestação de Voto da Diretora Flávia Perlingeiro, no âmbito do PAS CVM nº 19957.003200/2017-08, de relatoria do Diretor João Accioly, j. em 31/01/2023: “13. Restaram, assim, a meu juízo, incontroversas a materialidade e a autoria da referida infração, que não se desconfiguram pelo fato de ter se tratado de fundo exclusivo, detido por investidor profissional, integrante do mesmo grupo econômico da Administradora e da Gestora, tampouco por ter sido a perda financeira arcada pelo referido cotista único. 14. A meu ver, a interpretação dada pelo Relator ao alcance do dever de cuidado e diligência



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

61. Em resumo, havia claros sinais de alerta no caso de que o suposto crédito aportado na carteira do 7 FIDC NP não consistia em verdadeiro direito creditório, nos termos do art. 1º, § 1º, da ICVM 444. Havia decisões judiciais e despacho categóricos nesse sentido nos autos dos Processos de Origem. Essas decisões e esses despachos poderiam ter sido identificados pela simples leitura das certidões de objeto e pé das ações, mas não foram constatados pela Sagres. E mais: os Direitos Creditórios 7 FIDC eram o único ativo investido pelo fundo, o que reforça a sua relevância.

62. Diante desses aspectos, me parece flagrante a falta de diligência por parte da Gestora no desempenho de suas funções, de tal maneira que houve *in casu* violação ao art. 92, I, da ICVM 555 c/c art. 1º, § 1º, da ICVM 444.

63. Uma vez apurada a responsabilidade da Sagres, passo a examinar a conduta do Sr. Expedito Pereira de Araujo Junior, na qualidade de diretor responsável pela Gestora, à época dos fatos.

64. Conforme exposto em diversos precedentes da CVM, o diretor responsável é o indivíduo encarregado de zelar pelo cumprimento das regras que cada regulado deve observar, funcionando como um centro de imputação de responsabilidade<sup>50</sup>. Ao analisar a sua responsabilidade, cabe verificar se o diretor tomou os cuidados e as providências necessárias para garantir o cumprimento de seus deveres e responsabilidades.

---

*do administradores e dos gestores de fundos de investimento, consoante previstos na regulamentação editada pela CVM, parece restringir demasiadamente a aplicabilidade de um dos mais basilares standards gerais de conduta dos referidos prestadores de serviço e promover, em certa medida, um regime que ampararia, em diversas situações, a irresponsabilidade para administradores e gestores de fundos exclusivos de investidores profissionais”.*

<sup>50</sup> Cabe citar o seguinte trecho do voto do Diretor Relator Otávio Yazbek, no PAS CVM nº RJ2010/9129, j. em 09/08/2011: “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”.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

65. No caso em questão, entendo que o Sr. Exedito Pereira de Araujo Junior não demonstrou qualquer cuidado e diligência para dar cumprimento às suas obrigações regulatórias. Nesse sentido, em sua defesa, apresentada conjuntamente com a Sagres, o acusado apresenta os mesmos argumentos que já foram acima refutados.

66. Ante o exposto, voto pela condenação da Sagres e do Sr. Exedito Pereira de Araujo Junior pelo descumprimento do art. 92, I, da ICVM 555 c/c art. 1º, § 1º, da ICVM 444.

### V.B Atuação da Orla e do Sr. Paulo Dominguez Landeira

67. A Orla figurou como administradora fiduciária do 7 FIDC NP quando do aporte dos direitos creditórios em questão na carteira do fundo.

68. Com relação à responsabilidade dos administradores, a CVM tem entendido que estes exercem um papel de *gatekeeper*<sup>51</sup>. Conforme disposto na ICVM 356, vigente à época dos fatos, os administradores poderiam contratar terceiros para o desempenho de determinadas funções no âmbito dos fundos de investimento, mas essa terceirização não afasta a sua responsabilidade de fiscalizar os prestadores de serviço contratados<sup>52</sup>.

69. Analisando a conduta da Orla sob essa perspectiva, entendo que a administradora falhou no cumprimento de seus deveres fiduciários.

---

<sup>51</sup> PAS CVM nº 02/2002, Dir. Rel. Pedro Olivia Marcilio de Souza, j. em 17/01/2007.

<sup>52</sup> Cf., voto do diretor Pablo Renteria, no âmbito do PAS nº RJ2013/5456, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 20/10/2015: “Entendo, diferentemente, que o dever de fiscalização que compete ao administrador de fundos e ao seu diretor 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**” (grifei).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

70. Sobre as diligências que teria adotado em relação ao aporte dos Direitos Creditórios 7 FIDC, a Orla argumenta que se valeu do mesmo parecer jurídico contratado pela Gestora, afirmando que a partir da análise jurídica contida nesse parecer “*sentiu-se confortável para seguir adiante aceitando a integralização do Fundo com os direitos creditórios*”.

71. Como visto acima, entretanto, o referido parecer apresentava diversas falhas, tendo deixado de analisar questões relevantes sobre os Processos de Origem, notadamente as decisões judiciais proferidas nos autos dessas ações que indicavam a inexistência de qualquer direito creditório associado.

72. Como visto acima, havia diversos sinais de alerta no caso que deveriam ter chamado a atenção da administradora, podendo-se mencionar:

- (i) A decisão proferida em **20/07/2001** nos autos da Ação de Reinvidicação de Terras, no sentido de que não existe “*nenhum título executivo e nem qualquer outro direito, nem mesmo reconhecimento de qualquer outra responsabilidade do Estado do Paraná, nestes autos*” (grifei);
- (ii) A decisão proferida em **11/04/2003** nos autos da Ação de Atentado nº 1059/57, no sentido de que não haveria “*um níquel sequer ser pago a quem quer que seja no presente feito*” (grifei); e
- (iii) A decisão do STJ sobre o Recurso Especial nº 1.484.529-PR, proferida em **23/09/2015**, no qual se reconheceu, em última instância, a prescrição do direito de indenização pleiteado contra o Estado do Paraná por D.E.A.S., em razão da desapropriação da Gleba dos Apertados.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

73. A despeito desses gritantes sinais de alerta, a Orla se manteve inerte, não tendo formulado qualquer questionamento sobre esses pontos.

74. Em sua defesa, a Orla sustenta que *“ainda que deficiências pudessem existir no referido parecer jurídico, isto seria impossível de ser percebido pelo Sr. Paulo Landeira, uma vez que tais deficiências apontadas no Termo de Acusação são – também – eminentemente jurídicas, constituindo, basicamente, nuances processuais, compreendidas nas diversas demandas judiciais ora em comento”*.

75. O argumento não procede. As deficiências identificadas no parecer jurídico não diziam respeito a *“nuances processuais”*, mas sim a decisões bastante claras e contundentes no sentido de que não existiria qualquer crédito relacionado às ações judiciais. Tratava-se de sinais de alerta que poderiam ser percebidos inclusive por um leigo no assunto – o que, obviamente, não era o caso da Orla, que era profissional autorizada a prestar o serviço de administração fiduciária.

76. Assim, a meu ver, restou caracterizada a responsabilidade da Orla por violação ao dever de diligência em relação ao aporte dos Direitos Creditórios 7 FIDC. Reforço, neste ponto, os mesmos comentários tecidos acima a respeito da relevância dos direitos creditórios para o fundo e dos evidentes sinais de alerta ignorados, de modo que entendo que a falha incorrida pela administradora no caso foi também bastante grave.

77. Quanto à atuação de Paulo Dominguez Ladeira, à luz das considerações feitas acima sobre a responsabilidade do diretor responsável e considerando que as infrações discutidas estão relacionadas às suas funções, entendo que restou configurada também a sua responsabilidade. Em sua defesa, Paulo Dominguez Ladeira trouxe os mesmos argumentos que a Orla, que foram rebatidos acima.

78. Voto, portanto, pela condenação da Orla e de Paulo Dominguez Ladeira por infração ao art. 92, I, da ICVM 555 c/c art. 1º, § 1º, da ICVM 444.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### **V.C Atuação da Monetar e do Sr. Marcelo de Macedo Soares e Silva**

79. Passo, por fim, à análise da conduta da Monetar, que figurou como administradora fiduciária do Estratégia FIDC NP, e de seu diretor responsável.

80. Conforme exposto na Seção III do presente voto, os direitos creditórios integralizados pela Cotista Única na carteira do Estratégia FIDC NP eram provenientes da Ação de Desapropriação Indireta nº 0004840-59.2019.8.16.0004. Esses direitos creditórios também eram os únicos ativos investidos pelo Estratégia FIDC NP.

81. A referida Ação de Desapropriação estava diretamente relacionada à Ação de Atentado e à Ação de Reinvidicação de Terras. Isso porque, a suposta indenização discutida nos autos da Ação de Desapropriação Indireta decorreria da ocupação da “Gleba dos Apertados” pelo Estado do Paraná, o que foi discutido nos autos dessas outras duas ações.

82. A própria petição inicial da Ação de Desapropriação Indireta deixa clara a ligação entre as demandas<sup>53</sup>, afirmando que:

---

<sup>53</sup> Doc. nº 0960313, p. 5.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### II – DOS FATOS

#### DA INDENIZAÇÃO ORIUNDA DE PROCESSO JUDICIAL

A indenização relacionada ao Autor tem sua origem nos processos abaixo relacionados, quais sejam:

AÇÃO	DADOS DO PROCESSO	AUTOR	RÉU	OBJETO
Ação de Atentado	Processo nº 1059/57 - 1ª Vara da Fazenda Pública da	[REDACTED]	Estado do Paraná	Obter a devolução dos quinhões três e quatro da área denominada

3

Processo: 0004840-59.2019.8.16.0004 - Ref. mov. 1.1 - Assinado digitalmente por Thiago Costa de Souza  
JUNTADA DE PETIÇÃO DE INICIAL. Arq: Petição Inicial

	Comarca de Curitiba-PR			"Apertados" do Estado do Paraná
Ação Ordinária de Reivindicação de Terras	Processo nº 696/49 - 1ª Vara da Fazenda Pública da Comarca de Curitiba-PR	Estado do Paraná	[REDACTED]	Reivindicação ao Estado do Paraná da terra denominada "Apertados"

83. Além disso, as certidões de objeto e pé dos Processos de Origem – das quais constavam os sinais de alerta mencionados ao longo deste voto – foram juntadas como anexos da petição inicial<sup>54</sup>.

84. Uma vez esclarecida a evidente relação entre os processos, entendo que também restou caracterizada a falha no dever de diligência por parte da Monetar, que tampouco foi capaz de identificar os sinais de alerta que apontavam para a inexistência de qualquer direito creditório associado às ações.

85. Ao ser questionada sobre as diligências que teria realizado, a Monetar afirma que teria contratado parecer jurídico para analisar os direitos creditórios, de lavra de M.M.<sup>55</sup>.

<sup>54</sup> Doc. nº 0960313, pp. 25 e ss.

<sup>55</sup> Doc. 1269659.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

86. Esse parecer jurídico, porém, também ignorou as claras decisões no sentido de que inexistiria qualquer direito creditório associado aos Processos de Origem, bem como a decisão do STJ que julgou prescrito o direito à indenização pleiteado por D.E.A.S.

87. Tal decisão do STJ, como visto, possuía o mesmo fundamento jurídico que deu origem ao suposto direito creditório detido pela Cotista Única e aportado na carteira do Estratégia FIDC NP e, portanto, consistia em precedente bastante relevante para a análise jurídica dos direitos creditórios.

88. A despeito disso, a Monetar não trouxe qualquer fundamento ou razão para justificar porque a Ação de Desapropriação Indireta poderia ter uma expectativa de desfecho diferente em relação ao referido precedente do STJ.

89. Transcrevo, abaixo, os trechos em que o parecer jurídico menciona a Ação de Desapropriação Indireta e os Processos de Origem. Como se vê, o documento limitou-se a explicar o litígio objeto desses processos, sem, em momento algum, tratar dos evidentes sinais de alerta que se apresentaram no caso:

“O litígio protagonizado por meio dos autos nº 0004840-59.2019.8.16.0004, que tramita perante a 2ª Vara de Fazenda Pública de Curitiba, teve origem na discussão sobre a propriedade imobiliária de conjunto de terras localizado no município de Paranaíba, no Estado do Paraná. Em resumo, o Estado do Paraná, por meio de uma ação reivindicatória proposta, teve por reconhecido seu direito de propriedade sobre o imóvel acima referido. Contudo, a execução da sentença somente foi ajuizada 48 anos depois, dado ensejo à oposição de embargos pelos executados, sob a matriz de defesa da prescrição do direito do Estado do Paraná. Como apenas 48 depois da referida decisão o Estado do Paraná executou a sentença, a fim de cancelar as transcrições imobiliárias em nome dos vencidos e seus sucessores, houve a oposição de embargos à execução que, em primeiro grau reconheceu a prescrição da pretensão executiva. Após a interposição de vários recursos junto aos tribunais superiores, a sentença foi mantida, tendo a decisão dos embargos à execução transitado em julgado no dia 09 de junho de 1999, que reconheceu a prescrição a pretensão executiva do Estado do Paraná. Assim, a Ação Reivindicatória obteve a decretação da prescrição da sentença, confirmada pelo Superior Tribunal de Justiça, conforme Recurso



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Especial 37056 cuja emanta segue: [...] Referida decisão obteve seu transito em julgado em 09/06/1999, reconhecendo a prescrição do Estado do Paraná em sua execução, tendo em decorrência o transito em julgado, instituindo a questão como coisa julgada. Com base na prescrição da execução movida pelo Estado do Paraná – que seria posteriormente confirmada nos embargos à execução originários – e ilegalidade do ato administrativo supra referido, a Ação de Atentado tinha como pedido o retorno das partes ao status quo ante, assegurando o direito imobiliário dos autores contra o ente público. Adicionalmente, não foi movida nenhuma Ação Rescisória pelo Estado do Paraná, consolidando o direito creditório, transitado em julgado em 09 de junho de 1999. Dessa forma, conclui-se, como bem apontado nos autos que originam o presente direito creditório que: a-) O Estado do Paraná teve sua execução da ação reivindicatória julgada prescrita pelo STJ em decisão transitada em julgado em 09 de junho de 1999. b-) O Estado do Paraná, de forma absolutamente ilegal e violenta, como comprovado nos autos, tomou a força a posse até então mansa e pacífica. c-) Face a impossibilidade da devolução das terras, não restou outra alternativa que não fosse pagamento dos valores correspondentes a terra ocupada indevidamente, por meio da propositura de ação de desapropriação indireta, ora analisada<sup>56</sup>.

90. Em sua defesa, a Monetar e o seu diretor responsável alegam que *“basta que um direito creditório seja objeto de uma ação judicial em curso para que o mesmo possa integrar o patrimônio de um FIDC-NP”*, de modo que não haveria qualquer violação no caso ao disposto no art. 1, §1º, da ICVM 444.

91. Além disso, os acusados argumentam que *“ao se valer de sua própria avaliação acerca do que considera o provável resultado da Ação de Desapropriação Indireta, a SSE busca transformar seu juízo de valor em um dado fático, afirmando, peremptoriamente, que o direito creditório cedido ao Estratégia FIDC-NP não possui validade jurídica ou substância econômica”*.

92. Os argumentos não merecem prosperar.

---

<sup>56</sup> Doc. nº 1269659, p. 4 e ss.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

93. É verdade que direitos creditórios originados de ações judiciais em curso (ou mesmo direitos creditórios cuja constituição ou validade jurídica seja fator preponderante de risco) podem integrar a carteira de FIDC NP. Esse fato não é desafiado ou negado em nenhum momento pela Acusação. O que a SSE questiona é se a Monetar cumpriu com o seu dever de diligência ao permitir, sem amparo em qualquer fundamentação que expressamente abordasse tais riscos e indicasse possível existência de direito creditório em contenda, que os supostos “direitos creditórios” em tese originados a partir da Ação de Desapropriação Indireta ingressassem na carteira do Estratégia FIDC NP.

94. Como visto, em cumprimento ao seu dever de diligência, caberia à administradora verificar se os direitos creditórios atendem aos requisitos formais básicos que devem ser preenchidos para integrar a carteira de um FIDC NP, não como uma mera avaliação de elegibilidade em tese (*i.e.* qualquer ação judicial em curso), mas, minimamente, identificar que havia fundamento que descolasse o desfecho de tal ação daquele dos Processos de Origem e do precedente citado. Esses direitos creditórios, afinal, passariam a compor a carteira do fundo de investimento e a fazer parte da sua estratégia de gestão, não se podendo admitir que um direito creditório inexistente fosse aportado na carteira do Estratégia FIDC NP.

95. Isso não quer dizer que a administradora de FIDC-NP esteja sempre obrigada a fazer uma *due diligence* acurada de quaisquer direitos creditórios relativos a ações em curso, não podendo se fiar em pareceres jurídicos. A questão não deve ser vista como uma questão em tese, que desafia os procedimentos ordinários de avaliação de elegibilidade, mas sim, no caso concreto, à luz do histórico da matéria em específico.

96. Analisando o caso sob essa perspectiva, percebe-se que havia evidentes sinais de alerta de que não havia crédito associado às ações judiciais que deram origem aos direitos creditórios aportados na carteira do Estratégia FIDC NP.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

97. Esperava-se da Monetar que tivesse identificado esses sinais de alerta – que eram facilmente perceptíveis a partir da simples leitura das certidões de objeto e pé das ações judiciais – e, ao menos, formulado questionamentos sobre esses aspectos.

98. Nada disso foi feito no caso. A postura da Monetar foi bastante passiva, tendo simplesmente confiado no parecer jurídico, sem ter feito uma leitura minimamente crítica do documento. Não se tratava, ressalte-se, de direitos creditórios de menor importância para o fundo de investimento, constituindo, ao contrário, o único ativo investido, ainda que caiba também reconhecer que esse ativo foi trazido pela própria Cotista única e não tenha constituído uma oportunidade de investimento estruturada pela gestora.

99. De todo modo, entendo ter restado comprovado o descumprimento por parte da Monetar do art. 92, I, da ICVM 555 c/c art. 1º, §1º, da ICVM 444.

100. À luz das observações apresentadas acima sobre a responsabilidade do diretor responsável e considerando que as infrações discutidas estão relacionadas às suas funções, respeitosamente, entendo que Marcelo de Macedo Soares e Silva também deve responder pela infração. O acusado apresentou defesa conjunta com a Monetar, trazendo os mesmos argumentos que já foram rebatidos acima.

### **VI. MÉRITO: INTEGRALIZAÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS EM DESACORDO COM O ART. 15, §2º, DA ICVM 356**

101. A segunda infração compreendida neste PAS refere-se à suposta violação, pela Orla, pela Monetar e por seus diretores responsáveis, ao art. 15, §2º da ICVM 356, ao terem autorizado que cotista sênior integralizasse cotas mediante o aporte de direitos creditórios.

102. O art. 15, §2º, da ICVM 356 dispõe no seguinte sentido:



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

“Art. 15. A integralização, a amortização e o resgate de cotas do fundo podem ser efetuados em cheque, ordem de pagamento, débito e crédito em conta corrente, documento de ordem de crédito, ou outro mecanismo de transferência de recursos autorizado pelo Banco Central do Brasil – BACEN. [...]

§2º **Em se tratando de cotas subordinadas**, admite-se, nos termos do regulamento do fundo, que a integralização, a amortização e o resgate sejam efetuados em direitos creditórios” (grifei)

103. A Acusação entendeu que a Orla e a Monetar teriam violado o dispositivo, uma vez que seria vedada a integralização das cotas pela Cotista Única com direitos creditórios, tendo em vista que a permissão prevista no §2º do art. 15 da ICVM 356 apenas abrangeria “*cotas subordinadas*”.

104. Nesse sentido, a SSE argumentou que “*para fins de interpretação da Instrução CVM nº 356, o cotista exclusivo de um fundo de investimento em direitos creditórios deve ser visto como cotista sênior, uma vez que o cotista subordinado necessariamente se subordina a outra classe de cotas, a sênior. Ou seja, não há possibilidade da existência de subordinação sem um sênior*” (grifei).

105. Em sua defesa, a Monetar alegou que “*a regra constante do art. 15, § 2º, da Instrução CVM nº 356/2001 somente tem cabimento quando há mais de um cotista em um FIDC, na medida em que tal norma visa regular as relações entre cotistas seniores e subordinados*”.

106. No entendimento da Monetar, “[o] propósito da norma em questão consiste em não permitir que um cotista transfira o risco dos direitos creditórios que ele mesmo aportou ao fundo para os demais cotistas. Com efeito, a atribuição de cotas seniores a tal cotista faria com que os demais cotistas suportassem eventuais prejuízos advindos de um inadimplemento dos direitos creditórios por ele carreados ao fundo, ao mesmo tempo em que seria permitido auferir os resultados positivos provenientes de outros ativos integrantes da carteira desse mesmo fundo. Trata-se, portanto, de uma disposição que visa coibir uma possível prática não equitativa, que acarretaria um desequilíbrio nas



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

*relações entre os cotistas do fundo. Isso porque a relação de subordinação imposta ao cotista que aporta direitos creditórios faz com que ele se sujeite ao risco de inadimplemento desses mesmos direitos, mitigando o risco de que o ônus de tal inadimplemento venha a ser transferido para os demais cotistas”<sup>57</sup>.*

107. Entendo que a leitura que as Administradoras fizeram da norma é razoável, sendo excessivo puni-las em sede de processo administrativo sancionador por terem adotado comportamento que não estava claramente vedado na regulamentação.

108. O art. 15, §2º da ICVM 356 permite que a integralização de cotas subordinadas ocorra por meio de direitos creditórios.

109. A lógica subjacente ao dispositivo é que, em uma estrutura com cotas sêniores e subordinadas, a integralização com direitos creditórios é mais aderente ao perfil de risco dos cotistas subordinados, que retém risco, subordinando-se para efeito de amortização e resgate<sup>58</sup>.

110. Ao permitir a integralização em direitos creditórios apenas por cotistas subordinados, cria-se um alinhamento de incentivos entre tal cotista e o fundo, já que os eventuais prejuízos decorrentes do ativo aportado serão suportados principalmente pelo próprio cotista que o integralizou.

111. O art. 15, §2º da ICVM 356, entretanto, trata apenas de FIDCs que apresentem cotas subordinadas, sendo omissa em relação aos fundos exclusivos, que possuem classe única de cota. Nesse ponto, discordo da interpretação da Área Técnica de que as cotas

---

<sup>57</sup> Doc. nº 1412218, p. 29.

<sup>58</sup> Conforme definido no art. 2º, XII, da ICVM 356: “XII – cota de classe subordinada: aquela que se subordina às demais para efeito de amortização e resgate”. Nesse mesmo sentido, cf. voto do então Presidente Marcelo Trindade, no âmbito do Processo CVM nº RJ2004/6913, apreciado na Reunião de Colegiado de 04/10/2005: “Adicionalmente, os regulamentos dos FIDC lançados no mercado têm estabelecido a existência de uma classe de cotas junior, subordinadas às demais (estas chamadas cotas senior), que somente receberão as amortizações ou reembolsos do fundo após o pagamento às demais cotas dos valores aportados, com a remuneração que constitua a meta do FIDC. Tais cotas subordinadas, também na maioria das vezes, têm sido retidas pelos originadores, funcionando, na prática, como uma garantia adicional para a hipótese de não pagamento de uma parcela dos créditos cedidos ao fundo”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

detidas pelo cotista exclusivo seriam equiparáveis às cotas sêniores, para fins desse dispositivo. Não vislumbro motivos convincentes para tal equiparação, considerando que a característica central que difere um cotista sênior do subordinado é a preferência no recebimento de amortização e resgate, o que não está presente no caso de um fundo exclusivo, que sequer possui mais de um cotista.

112. Nesse contexto, entendo ser razoável a interpretação conferida à norma pelas Administradoras, no sentido de que a integralização com direitos creditórios em um fundo exclusivo não estaria vedada pelo art. 15, §2º da ICVM 356.

113. Entendo que a razoabilidade dessa interpretação é reforçada por dois aspectos. O primeiro deles é que, conforme alegam as acusadas, parece-me que as preocupações tuteladas pelo artigo, que estão ligadas à relação entre cotistas sêniores e subordinados, não estariam presentes no caso de fundos exclusivos.

114. Em segundo lugar, observo que a ICVM 555, vigente à época, e cuja disposições se aplicavam aos FIDC na ausência de norma específica, determinava que as cotas de fundos exclusivos poderiam ser integralizadas com ativos financeiros<sup>59</sup>.

115. Dado que no regime da ICVM 555 era permitido aos fundos exclusivos a integralização de cotas por meio de bens e direitos, não vislumbro motivos para a mesma possibilidade não ser aplicável aos FIDC exclusivos, podendo-se, inclusive, argumentar pela aplicação subsidiária desse dispositivo ao caso.

---

<sup>59</sup> Esse entendimento se extrai da leitura conjugada dos arts. 125, 129 e 130 da ICVM 555: “Art. 125. O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode: I – admitir a utilização de ativos financeiros na integralização e resgate de cotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para adoção desses procedimentos;”

“Art. 129. O fundo destinado exclusivamente a investidores profissionais pode, desde que previsto em seu regulamento, utilizar-se das faculdades descritas nos incisos do art. 125 e, ainda, das seguintes:”

“Art. 130. Considera-se “Exclusivo” o fundo para investidores profissionais constituído para receber aplicações exclusivamente de um único cotista”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

116. Voto, portanto, pela absolvição da Orla, da Monetar e de seus diretores responsáveis da acusação de infração ao art. 15, §2º, da ICVM 356/2001 c/c art. 92, I, da ICVM 555.

### VII. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

117. Por fim, passo à conclusão e dosimetria da pena.

118. Os fatos objeto deste PAS ocorreram posteriormente à edição da Lei nº 13.506/2017, visto que as integralizações dos direitos creditórios nas carteiras do 7 FIDC NP e do Estratégia FIDC NP ocorreram em 08/02/2019<sup>60</sup> e 25/09/2019<sup>61</sup>, respectivamente. Sendo assim, são aplicáveis os valores de multa previstos na atual redação do art. 11 da Lei nº 6.385/1976.

119. As infrações discutidas neste PAS enquadram-se no Grupo V do Anexo A da Resolução CVM nº 45/2021<sup>62-63</sup>.

120. Na fixação da pena, levei em consideração:

- (i) os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade;
- (ii) as circunstâncias do caso, que, *de um lado*, está relacionado a fundo exclusivo, com baixa repercussão no mercado, mas, *de outro lado*, envolveu uma falha grave pelos administradores e gestor no desempenho de suas atividades;

---

<sup>60</sup> Doc. nº 1268975.

<sup>61</sup> Doc. nº 1269593.

<sup>62</sup> “I – descumprimento dos deveres fiduciários dos administradores de companhias abertas ou fundos de investimento, ressalvadas as condutas específicas descritas em outro Grupo neste Anexo;”

<sup>63</sup> “Art. 116. Esta Resolução entra em vigor em 1º de outubro de 2021, aplicando-se imediatamente aos processos em curso, resguardada a validade dos atos praticados antes de sua vigência.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- (iii) os bons antecedentes dos acusados na extensão e quando aplicável<sup>64</sup> (os quais considero como atenuante da pena, no percentual de 15%, nos termos do art. 66 da Resolução CVM nº 45/2021); e
- (iv) os precedentes do Colegiado<sup>65</sup>.

121. Com base nesses elementos, fixo a pena-base em R\$800.000,00 (oitocentos mil reais) para a Gestora e as Administradoras, e em R\$400.000,00 (quatrocentos mil reais) para os respectivos diretores responsáveis.

122. Nesses termos, voto:

- (i) Pela **condenação** da **Orla Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.**, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$800.000,00 (oitocentos mil de reais), por infração art. 92, I, da ICVM 555 c/c o art. 1º, §1º, da ICVM 444;
- (ii) Pela **condenação** de **Paulo Dominguez Landeira**, na qualidade de diretor responsável da Orla, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$400.000,00 (quatrocentos mil reais), por infração art. 92, I, da ICVM 555 c/c o art. 1º, §1º, da ICVM 444;
- (iii) Pela **condenação** da **Sagres Investimentos Administração de Recursos Ltda.**, à penalidade de multa pecuniária, no valor de

---

<sup>64</sup> A Monetar, a Sagres, o Sr. Expedito Pereira de Araujo Junior e o Sr. Marcelo de Macedo Soares e Silva, não sofreram condenações no âmbito da CVM, até o presente momento. Já a Orla e o Sr Paulo Dominguez Landeira já foram condenados no âmbito de processo administrativo sancionador julgado pelo Colegiado da CVM.

<sup>65</sup> Cf., por exemplo, (i) PAS CVM nº 2014/3161, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro; j. 10/11/2020; (ii) PAS CVM nº 19957.011774/2017-41, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 16/12/2019; (iii) PAS CVM nº RJ2012/12201, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 04/08/2015; e (iv) PAS CVM nº RJ2012/0869, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 30/04/2013.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

R\$680.000,00 (seiscentos e oitenta mil reais), por infração art. 92, I, da ICVM 555 c/c o art. 1º, §1º, da ICVM 444;

- (iv) Pela **condenação** de **Expedito Pereira de Araujo Junior**, na qualidade de diretor responsável da Sagres, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais), por infração art. 92, I, da ICVM 555 c/c o art. 1º, §1º, da ICVM 444;
- (v) Pela **condenação** da **Monetar Distribuidora de Títulos Ltda.**, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$680.000,00 (seiscentos e oitenta mil reais), por infração art. 92, I, da ICVM 555 c/c o art. 1º, §1º, da ICVM 444;
- (vi) Pela **condenação** de **Marcelo de Macedo Soares e Silva**, na qualidade de diretor responsável da Monetar, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais), por infração art. 92, I, da ICVM 555 c/c o art. 1º, §1º, da ICVM 444; e
- (vii) Pela **absolvição** da **Orla Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.**, da **Monetar Distribuidora de Títulos Ltda.** e de seus diretores responsáveis, **Paulo Dominguez Landeira** e **Marcelo de Macedo Soares e Silva**, da acusação de infração art. 92, I, da ICVM 555 c/c ao art. 15, § 2º, da ICVM 356.

É como voto.

Rio de Janeiro, 11 de abril de 2023.

**João Pedro Nascimento**

Presidente Relator