



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM N° 19957.000596/2019-95

Reg. Col. 1743/20

Acusados: Usinagem Edlyn Participações S.A, Luiz Orlando Caiuby Novaes, Guilherme Augusto Cirne de Toledo, Eduardo Evangelista Correa, Orla DTVM S.A. e Lúcia Cristina Rodrigues Pinto

Assunto: Falhas na prestação de informações em oferta de debêntures

Relator: João Accioly

VOTO

1 Requisitos dos tipos administrativos

1. A Edlyn e seus diretores Luiz, Guilherme e Eduardo são acusados de deixar de oferecer informações adequadas para os investidores, nos termos do art. 10 da ICVM 476:

Art. 10. O ofertante deverá oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores.

2. Para que a violação esteja caracterizada, portanto, é preciso descumprir a obrigação ao apresentar informações a investidores. Há, portanto, dois elementos no tipo: **(i)** produção de informação inadequada ou de “má qualidade” (a contrário senso do dispositivo, *falsa, inconsistente, incorreta ou insuficiente*)¹⁻² e **(ii)** sua efetiva disponibilização³ a investidores.

3. A Orla e sua diretora Lúcia são acusadas de não manter/disponibilizarem lista de investidores procurados na oferta, conforme §2º do art. 7º-A ICVM 476, e por falta de diligência no que diz respeito à obrigação de assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam “*verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes*”, nos termos do art. 11, I, da mesma norma:

¹ A redação art. 10 da ICVM 476 parece ter redundâncias ao falar em informações “verdadeiras” e “corretas”, cuja diferença me escapa, e se as informações são suficientes e verdadeiras não vejo como poderiam ser “inconsistentes”. Por simplicidade, emprego em algumas ocasiões apenas “má qualidade” ou “inadequadas” para qualificar as informações que não se adequam à norma.

² A rigor a questão da falsidade extrapola até a questão da má qualidade. De todo modo, este PAS não trata de conduta em que imputada “falsidade” na acepção própria do direito punitivo, que pressupõe o dolo, mas apenas no sentido objetivo de informação *falsa* em mera oposição à informação *verdadeira*. Ademais, a inconsistência principal não é de uma informação inteiramente falsa, porque a verdadeira constou da oferta, e sim contraditória, pois além da informação correta havia também informação incorreta sobre o mesmo fato.

³ É possível em tese que os envolvidos em uma oferta produzam informações falsas, mas não cheguem efetivamente a apresentá-las a investidores (não havendo oferta propriamente dita). Esta possibilidade é especialmente factível em uma oferta a ser distribuída com esforços restritos: os participantes podem produzir documentos com informações falsas, mas, por qualquer motivo, não chegarem a procurar investidores, não havendo “oferecimento” destas informações.



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

Art. 11. São deveres do intermediário líder da oferta: I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta;

Art. 7º-A O início da oferta pública distribuída com esforços restritos deverá ser informado pelo intermediário líder à CVM, no prazo de 5 (cinco) dias úteis, contado da primeira procura a potenciais investidores.

§2º O ofertante e o intermediário líder da oferta deverão manter lista contendo:

I – o nome das pessoas procuradas;

II – o número do Cadastro de Pessoas Físicas (CPF) ou Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ);

III - a data em que foram procuradas; e

IV - a sua decisão em relação à oferta.

4. Para que o tipo do art. 11, I, seja caracterizado é preciso que o intermediário não realize esforços suficientes para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam adequadas. Neste caso, a necessidade de que a informação de má qualidade chegue ao investidor, para que se configure a infração, fica ainda mais evidente pela parte final do dispositivo: “*permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta*”.

5. Os elementos do tipo são, portanto: (i) produção de informação de má qualidade (falsa/incorrecta, inconsistente ou insuficiente), (ii) falta de esforços relevantes para detectar esta falta de qualidade (falsidade/incorrectão, inconsistência ou insuficiência)⁴ e (iii) disponibilização da informação a investidores no âmbito da oferta pública.

6. Como as defesas apresentam como um de seus argumentos o fato de que não houve efetiva subscrição das debêntures por nenhum investidor, convém destacar que nenhum dos dois dispositivos exige uma relação causal entre disponibilização de informação de má qualidade no âmbito da oferta e a opção por realizar o investimento, nem mesmo exigindo que haja efetivo investimento para configurar a infração. Pelo tipo descrito, basta que a informação tenha sido disponibilizada ao potencial investidor, ao se lhe oferecer o investimento, para configurar o descumprimento das obrigações. Caso o investidor opte por não investir, mesmo baseado na informação de má qualidade, ainda sim terá feito uma opção a respeito do investimento tendo

⁴ Note-se que o tipo não confunde – como não o faz a acusação – a *ocorrência* de uma informação de má qualidade ser apresentada na oferta, com a *falta de diligência* do intermediário líder. Não é porque uma informação incorreta compôs a oferta que isso necessariamente implica a falta de diligência do intermediário; é preciso que a incorreção seja razoavelmente detectável, i.e., que a conduta diversa esperada seja factível a ponto de ser exigível



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

como referência informação inadequada. Note-se, inclusive, que a lista referida no §2º do art. 7-A requer que seja expressamente indicada qual foi a decisão em relação à oferta.

7. A propósito, quanto ao tipo do §2º do art. 7º-A, para sua caracterização é preciso que o intermediário não mantenha lista de investidores procurados. São seus elementos: (i) que algum investidor tenha sido procurado e que (ii) não exista registro desta procura, com as demais informações exigidas pela regra, em decorrência da atuação do intermediário.

2 Falha na prestação de informações pelo ofertante – Edlyn e diretores

2.1 Materialidade

2.1.1. Produção de informação de má qualidade (falsa/incorrecta, inconsistente ou insuficiente):

8. Diversos elementos apontados como indícios de irregularidade pela Acusação não dizem respeito a falhas no fornecimento de informações, mas sim a especulações sobre possível fraude (Itens “3.1 Custos de oferta elevados” e “3.4 Problemas em relação às garantias” do Relatório). Isto sequer foi objeto de acusação neste processo, sendo tais elementos irrelevantes para a análise da materialidade desta infração, mas os entendo pertinentes para avaliar, quanto à infração de falta de diligência imputada ao intermediário, se havia sinais de alerta para demandar maior cautela. Assim, retorno ao tema ao tratar das acusações à Orla e sua diretora.

9. As incongruências informacionais são incontroversas. A defesa da Emissora e seus diretores (doc. 0917687) reconhece que houve erro, que desconsidera como “mera falha material”, “mero lapso informacional” que poderia ter decorrido de “mera alteração” nas negociações:

III.7.1- A incongruência na apresentação do valor de aquisição das quotas da USIESP por parte da EDLYN (...) deu-se por mera falha material de informação, tratando-se de mero lapso informacional, desprovido de qualquer má-fé ou intenção negativa, passível ainda também de ter decorrido de mera alteração no curso informal de negociação desta transação de aquisição alvo.

10. As contradições a respeito da destinação de recursos provenientes da emissão (Item 3.5 do Relatório) também são reconhecidas pela defesa, e defendidas por sua “mera materialidade”:

(...) eventuais discrepâncias de informações acerca da destinação dos recursos oriundos da EMISSÃO (...) trata-se de meros lapsos materiais advindos de falhas operacionais no processo de revisão de minutas dos instrumentos contratuais pertinentes a EMISSÃO, desprovidas, portanto, de quaisquer má-fé ou intenções maléficas (...)



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

11. O tipo não exige que a inconsistência da informação seja fruto de má-fé, apenas que a Ofertante forneça informação inconsistente, com algum grau de culpabilidade. Trata-se, me parece, de infração culposa. Afinal, apresentar dolosamente informação falsa configuraria modalidade de fraude, ilícito bem mais grave e que em princípio absorveria, por consunção, a infração ora tratada como conduta meio (tanto que em casos de operação fraudulenta não é usual acumular a acusação de infração à Instrução 08/Resolução 62 e a infração ao art. 10 da Instrução 476).

12. Adicionalmente, subentende-se que a defesa da emissora, ao se referir a informação de relevância reduzida por ser decorrente de falha ou lapso meramente “material”, na verdade valeu-se do adjetivo querendo referir-se a falha ou lapso formal, e não de conteúdo, mas não é disso que se tratou pois o erro foi claramente de conteúdo. De todo modo, se o centro da obrigação é a correção e a completude da informação, o que tenderia a ter menor relevância, ou talvez até afastar a incidência do tipo, seria alguma falha efetivamente *formal*, ou *procedimental*, tal como uma informação não ter sido atualizada por algum erro escusável no preparo ou envio de documentos, talvez um erro de digitação ou outro evento que, em suma, não fosse capaz de mostrar ter havido falha relevante no controle da qualidade da informação – uma qualidade que é, afinal, eminentemente material.

13. Por todo o contexto da oferta, da tentativa de obter financiamento em outros termos e dos documentos e evidências dos autos, parece-me plausível concluir pela ausência de evidências de havido má-fé ou intenções maléficas no caso concreto; mas, ainda assim, ocorre que essa ausência de má-fé não afasta a materialidade da infração.

14. A Acusação ainda alega que diversos documentos teriam perdido sua “validade” e não foram substituídos, mesmo com a oferta não tendo sido oficialmente encerrada. De antemão convém um reparo no que se refere aos efeitos do decurso do prazo máximo previsto no contrato para ocorrência de condição suspensiva. A acusação fala em perda de *validade*, quando disso não se trata, e sim de sua *eficácia*. Já o relatório da agência de rating possuía um alcance temporal limitado, a que se chamou de *validade*, que faz sentido no contexto, mas não deve ser confundido com a efetiva validade jurídica do documento, que nenhum deles perdeu. Porém, em nada isso prejudica o mérito da acusação neste ponto, que foca na falta de atualização, claramente verificada.

15. Quanto à falta de atualização dos documentos, a defesa de Orla e Lúcia Cristina (§ 3.9 do Relatório) diz que não haveria motivos para realizá-la, pois a oferta já não seria de interesse de qualquer investidor e não se fariam novos esforços (ainda que restritos) de distribuição (v. §23-iii do Relatório).



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

16. O argumento da defesa é coerente e merece aprofundamento, o que faço ao tratar da acusação contra a Orla e sua diretora. O que destaco para fins da acusação à Edlyn e seus diretores é que algumas informações essenciais a respeito da oferta já eram manchadas por inconsistências desde sua origem. A Escritura de Emissão informava que o preço de aquisição da Usiesp seria de R\$ 15 milhões, enquanto o contrato de compra e venda de quotas da Usiesp, datado de 30.06.17 (mesma data da emissão da primeira série de debentures), estabelecia preço de mais que R\$ 29 milhões, praticamente o dobro do previsto na escritura (ver Item 3.3 do Relatório). Portanto, a Escritura de Emissão contava com informação grosseiramente incorreta desde o início da emissão e sobre um aspecto central da operação.

2.1.2. Efetiva disponibilização a investidores:

17. Em resposta ao Ofício nº 118/2018/CVM/SFI/GFE-2 (doc. 0756984), a Orla enviou em 13.04.2018 e-mail (doc. 0756989) à CVM contendo lista de reuniões de apresentação de ativos a gestoras potencialmente interessadas nas ofertas. Entre esses ativos, constam as debêntures de Edlyn:

Item 2.c - As reuniões de Apresentação aos potenciais investidores ocorreram na Instituição, comandada pelo gerente comercial, com apresentação do teaser do ativo as gestoras parceiras.

Ativo USINAGEM EDLYN
03/07/2017 - às 14h - Reunião Apresentação às Gestoras:

Gestão de Recursos (CNPJ [REDACTED]) Sr. [REDACTED] Gestão de Recursos (CNPJ [REDACTED]) Sr. [REDACTED]
[REDACTED] Sr. [REDACTED] Gestão de Recursos (CNPJ [REDACTED]) Sr. [REDACTED]
Administradora de Recursos (CNPJ [REDACTED]) Sr. [REDACTED]

Até a presente data não houve demanda pelos investidores por este ativo, estamos apenas prorrogando a oferta na CVMWEB

18. A apresentação da oportunidade de investimento em reunião com gestores de fundos que poderiam vir a ser investidores implica a apresentação de informações da oferta. Sendo assim, esse elemento do tipo também está presente.

19. Presentes ambos os elementos, incongruência das informações e sua efetiva apresentação aos potenciais investidores na oferta, concludo haver a materialidade do ilícito.

2.2 Autoria e responsabilidade dos administradores

20. O §1º do art. 10 da ICVM 476 estabelece expressamente responsabilidade dos administradores do ofertante pela obrigação do *caput*:

§ 1º Os administradores do ofertante também são responsáveis pelo cumprimento da obrigação prevista no caput.



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

21. O Termo de Acusação descreve, ainda que sucintamente, as condutas dos administradores Guilherme de Toledo e Eduardo Correa, ao afirmar que assinaram a escritura de emissão (§55-3.1-ii-iii). Então, além de terem a responsabilidade pelo cumprimento da obrigação prevista no caput, tiveram efetivamente uma conduta descrita e provada pela acusação, diretamente relacionada à inconsistência nas informações, já que a discrepância principal era justamente entre a escritura de emissão e o contrato de compra e venda das cotas da Usiesp. Ainda mais relevante é que ambos assinaram os dois documentos, o que demonstra terem tido conhecimento da divergência e amplas condições de evitá-la.

22. Quanto ao Sr. Luiz Novaes, apesar de o Termo de Acusação não conter em seu próprio corpo especificação de sua conduta, trata-se da mesma conduta documentalmente demonstrada para os demais diretores da Edlyn: o acusado assinou a escritura de emissão de debêntures e o contrato de compra e venda das cotas da Usiesp. Como são documentos que instruem a acusação, considero estar suficientemente descrita e individualizada a conduta dos acusados nos autos a ponto de ter permitido sua defesa, não sendo necessário tratar, neste processo, do tema da responsabilização objetiva em sede sancionatória. Houve conduta determinante da infração, praticada pelos três acusados, pelo que concluo estar presente a autoria para todos.

3 Falta de diligência, pelo intermediário líder, para averiguar qualidade das informações prestadas pelo ofertante

3.1 Materialidade

3.1.1. Produção de informação de má qualidade e sua apresentação a investidores:

23. A incongruência de informações e sua efetiva apresentação a potenciais investidores já foram tratadas na seção anterior e se aplicam a esta acusação.

3.1.2. Ausência de esforços relevantes para detectar a falta de qualidade de informações

24. Trata-se aqui de verificar se o intermediário líder teve culpabilidade em sua conduta, ao não evitar que as informações incongruentes chegassem aos potenciais investidores.

25. Uma faceta importante dessa acusação é a da atualização dos documentos da oferta. Trata-se de cuidado um tanto básico que cabe ao intermediário, pois independe de qualquer sinal de alerta senão as simples datas previstas nos documentos originais. Quanto a esse ponto, como já



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

adiantado ao tratar da infração imputada à emissora, diz a defesa da Orla que não haveria motivos para realizar a atualização dos documentos, pois a oferta já não seria de interesse de qualquer investidor e não se fariam novos esforços de distribuição.

26. Adianto que entendo ter havido falha punível por parte da Orla, mas, em alguma medida, concordo com a Defesa nesse ponto. Fosse o caso de estar-se diante de uma oferta em que a partir de determinado momento *não se fariam esforços de distribuição*, caberia demonstrar que, em que pese não ter sido a oferta formalmente encerrada (nos termos exigidos pela regulamentação), tendo sido interrompidos os esforços de oferta seria possível sustentar um marco temporal para a cessação da referida irregularidade, já que ela só ocorre quando o investimento é oferecido mediante apresentação das informações de má qualidade. Assim, demonstrado estivesse nos autos que não se fez a apresentação da oferta a potenciais investidores a partir de quando os documentos já estivessem obsoletos, a falta de atualização, em si mesma, não seria determinante da ocorrência da infração ora tratada. Precisaria haver efetivo oferecimento do investimento a potenciais investidores para sua ocorrência.

27. Nesse sentido, há indícios nos autos de que não tenha mesmo havido essa apresentação a investidores após a data a partir da qual os documentos estavam obsoletos. A prova negativa genérica é impossível, mas há registro de reuniões de apresentação a investidores, todas ocorridas no início de julho de 2017 (v. §17 acima) e não há registro de outras reuniões após aquelas. Há que se ter cautela para não extrapolar indevidamente o entendimento ora manifestado: ausência de evidência não necessariamente significa evidência da ausência, e pode decorrer, em tese, de falta de diligência por parte do intermediário ao não manter registros de reuniões. Ainda assim, os demais elementos trazidos aos autos dão suporte à alegação da Defesa, de que após transcorrido o prazo máximo de ocorrência das suspensões, nem faria sentido apresentar o negócio. Desse modo, entendo que não cabe considerar os documentos desatualizados como fundamento quanto à materialidade da infração.

28. Porém, como dito no trecho anterior, chegou a haver a oferta, ainda que por uma duração menor do que a considerada pela Acusação e para um número não expressivo, ainda que usual, de potenciais investidores (quatro, pelo que consta do documento referido no §17). É convincente, e não há prova em contrário, a alegação da defesa de que não foi apresentado o investimento após os 60 dias previstos no contrato de compra e venda: se com o contrato ainda apto a produzir efeitos já não houve interesse, uma vez extinta essa aptidão é inverossímil que intermediários pretendessem buscar investidores com base nos mesmos documentos. O período relativamente curto de efetiva oferta, a ausência de efetiva subscrição e a não expressividade da quantidade de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
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

investidores contatados (diante do limite de 75 investidores que poderiam ter sido procurados sob o art. 3º, I, da Instrução CVM nº 476) são elementos a serem considerados ao se estimar a gravidade da conduta em concreto, para fins de dosimetria da pena, mas não afastam a configuração da infração.

29. A incorreção e inconsistência das informações da oferta destacadas na seção anterior são evidentes. Bastava a comparação de dois dos documentos centrais relevantes para ser constatada. Sendo assim, a falta de diligência é igualmente evidente.

3.2. Comparações com casos de fraude

30. Antes de tratar da autoria, entendo pertinente abordar brevemente alguns argumentos das defesas, mais bem desenvolvidos na defesa da Orla, mas em alguma medida abordados na dos acusados do lado da Emissora. Não os considero aptos a afastar as infrações, mas tratam de temas relevantes para a sinalização que este processo pode vir a ter perante os participantes do mercado.

31. Refiro-me aqui aos argumentos sintetizados no §23 do Relatório: em síntese ainda mais apertada, mas complementada com certas ressalvas, são eles: (a) o baixo capital da emissora não necessariamente pressupõe baixo compromisso dos controladores com o investimento, podendo, em tese, se tratar de uma circunstância ligada ao início da fase pré-operacional em que a companhia se encontrava; (b) a CVM não deveria fazer juízo de valor, ao menos dentro de certa racionalidade, quanto aos custos da oferta, tampouco quanto à qualidade do investimento ou garantias, desde que informações de qualidade sejam transparentes ao investidor, devendo, em tais circunstâncias, a análise de risco ser feita exclusivamente pelos investidores; e (c) os documentos usualmente produzidos por intermediários líderes, que a acusação afirma não ter a Orla produzido, não eram obrigatórios e ela não poderia ser condenada por ter uma atuação não legalmente exigida.

32. Na forma em que as resumo acima, entendo que todas as afirmações são verdadeiras. Realmente não cabe à CVM, em contextos de aprovação dos projetos ou julgamento da conduta de quem os negociou, fazer avaliação de questões de mérito do investimento, como grau de compromisso dos controladores, solidez das garantias ou demais aspectos relacionados ao risco e ao retorno do negócio, observadas as obrigações informacionais para que não sejam subtraídas do conhecimento dos investidores nem apresentadas de modo a induzi-los em erro. Porém, todos esses pontos compõem, especialmente em conjunto, os chamados “sinais de alerta” e que, no mínimo, tornam o potencial de irregularidade mais chamativo àqueles que têm deveres de diligência sobre conduta alheia, como os que cabem ao intermediário líder. Especialmente porque esses elementos



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

compõem indícios até mesmo de fraude: como são apenas indícios, podem ocorrer, por definição, sem que haja a fraude, mas quando ela existe é comum que elementos semelhantes estejam presentes, o que torna mais clara a factibilidade da conduta diversa exigida.

33. Especialmente sensível é a não apresentação pela Orla de documentos que normalmente o são por intermediários em função semelhante. Não se trata de condenação por não os ter apresentado, que seria conduta atípica, mas alguns desses documentos (especialmente, no caso, o parecer jurídico e cartas de conforto de auditores) podem contribuir para evitar falhas, como a que não detectou discrepâncias relevantes quanto as que ocorreram na oferta dos autos. Da mesma forma, se elas tivessem sido detectadas, a ausência dessas práticas não seria por si só reprovável. Como não foram detectadas, sua ausência é parte do conjunto de elementos que dá concretude, no caso concreto, ao conceito amplo de falta de diligência na atuação do intermediário. Dito de outro modo, tivessem realizado as diligências refletidas nesses documentos, não só a probabilidade de detecção aumentaria, como eventualmente uma falha na detecção de alguma inconsistência poderia não ser considerada como decorrente de falta de diligência, que é obrigação de meio e não de resultado, se os esforços realizados tivessem sido demonstradamente razoáveis.

Autoria

34. Também não há controvérsia quanto à autoria desta infração, pois a Orla era o intermediário líder da oferta, tendo preenchido os formulários de início e de encerramento⁵.

35. Quanto à responsabilidade de sua diretora, a ICVM 476 estabelece:

Art. 11-A. Os administradores da instituição líder da oferta, dentro de suas competências legais e estatutárias, são responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas ao líder por esta Instrução.

36. O Termo de Acusação tece algumas considerações fáticas sobre a Sra. Lúcia Pinto, que nos trabalhos de campo teria demonstrado desconhecer o processo de distribuição de ofertas e acumular responsabilidade de outras diretorias. Tais afirmações não constituem conduta. Porém, a documentação que instrui a acusação contém ato claro da acusada, ao representar a Orla no contrato de distribuição (doc. 0757030). Ainda que tais elementos não possam por si só ser considerados como necessariamente determinantes da efetiva responsabilização, são os únicos que há nos autos, e diante da ausência de contra-argumentos os entendo suficientes para evidenciar o efetivo envolvimento da acusada nos fatos, pelo que entendo caber sua condenação pela infração.

⁵ Doc. 0753515.



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

4 Não manutenção de lista de investidores procurados

37. A Orla disponibilizou lista de investidores procurados, no e-mail em que informa as reuniões realizadas acerca do ativo. O trecho do e-mail encontra-se reproduzido no §17 deste voto. Apesar de suprimidos os nomes e números de CNPJ, tais dados encontram-se indicados do documento juntado aos autos. Também há o registro de data em que houve as reuniões ali referidas (03.07.2017). A informação tem utilidade para melhor compreensão do transcurso da oferta, pois ainda que a oferta tenha tido início formalmente após alguns dias (em 10.07.2017), a data é consistente com a descrição apresentada pela defesa da Orla, de que uma vez firmado o contrato de compra e venda (30.06.2017), o intermediário fez a apresentação para alguns potenciais interessados, que não manifestaram interesse naquele momento, e depois de transcorridos os 60 dias sem que a condição suspensiva se implementasse, não teria havido mais apresentações.

38. Já a outra informação exigida pela norma em relação aos investidores procurados, sua decisão em relação à oferta, não está explicitamente no documento, que diz “até o momento não houve interesse”. Porém, trata-se de informação que nas circunstâncias do caso perde sentido, já que a todo tempo foi informado pela emissora e pela intermediária que não houve nenhuma subscrição e não se tem prejuízo à compreensão de como se deram as ofertas.

39. Assim, embora formalmente não tenha sido apresentada uma lista de controle exatamente como a referida no §2º do art. 7-Aº, tendo em vista que na prática o que foi apresentado trouxe as informações requeridas, entendo que não há materialidade delitiva a justificar a aplicação de pena às acusadas pela insuficiência pontual quanto a esse documento, inclusive tendo em vista que já estão sendo condenadas por questão mais abrangente que é a falta de diligência como intermediário líder.

5 CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

40. Pelos motivos expostos, entendo que os acusados devem ser responsabilizados pelas infrações imputadas, à exceção apenas da infração ao art. 7º-A, §2º, da Instrução 476.

41. As infrações aos artigos 10 e 11, I, da Instrução 476 eram consideradas graves (art. 18, II e III), o que foi mantido pelas normas que as substituíram. De todo modo, é preciso avaliar as condições do caso na determinação da pena. Neste caso, é central o fato de que nenhum investidor foi materialmente prejudicado pela disponibilização de informações falhas por parte dos acusados e pela falta de diligência do intermediário, visto que ninguém optou por investir na oferta com base naquelas informações (tomaram a decisão de não investir). Portanto, é menos expressiva a gravidade das infrações em concreto.



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

42. De se destacar que a oferta pública com esforços restritos apenas ocorreu, efetivamente, em julho de 2017, antes da entrada em vigor das alterações da Lei 13.506/17 na Lei 6.385/76. Assim, não cabe a fixação de penas-base nem aplicação de percentual específico para atenuantes. De todo modo, considero o balizamento trazidos em casos recentemente julgados, em que houve efetiva subscrição de valores mobiliários, com imposição de multa para a intermediária líder⁶ e sua administradora, e para a emissora⁷ e cada um de seus administradores.

43. Considero, ainda, neste caso, os bons antecedentes dos acusados Edlyn S.A., Luiz Novaes, Guilherme Toledo e Eduardo Correa⁸.

44. Diante do exposto, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76 e com base nos precedentes, voto pela absolvição de Orla DTVM S.A. e Lúcia Pinto da acusação de infração ao art. 7º-A, §2º, da Instrução CVM 476, e pela condenação de:

- Usinagem Edlyn Participações S.A., Luiz Novaes, Guilherme Toledo e Eduardo Correa, por infração ao art. 10 da Instrução CVM nº 476/09, às penas de multa pecuniária no montante individual de **oitenta e cinco mil reais** para a pessoa jurídica e **quarenta e dois mil e quinhentos reais** para cada uma das pessoas naturais.
- Orla DTVM S.A. e Lúcia Cristina Rodrigues Pinto, por infração ao art. 11, I, da Instrução CVM nº 476/09, às penas de multa pecuniária no montante de **cem mil reais** para a pessoa jurídica e de **cinquenta mil reais** para a pessoa natural.

Rio de Janeiro, 29 de agosto de 2023.

João Accioly
Diretor

⁶ Faço referência a dois julgados: (i) PAS nº 19957.008816/2018-48, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 28.02.2023. Orla e Lúcia foram condenadas por violação ao art. 11, I da ICVM 476, a multas de R\$400 mil e R\$ 200 mil, respectivamente, num caso em que também houve inconsistências informacionais, porém, valores superiores, efetiva subscrição por investidores e pagamentos indevidos a alguns participantes. (ii) PAS nº 19957.007430/2019-08, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 22.12.2022. Multa de R\$ 170 mil à intermediária líder pela mesma infração. O caso também teve efetiva subscrição por investidores e condenação por operação fraudulenta pela emissora. A condição de falência da acusada foi considerada como mitigadora para a pena, que considero análoga à situação atual da Orla, que já não mais atua no mercado, como trazido pela Defesa aos autos deste processo.

⁷ Faço referência novamente ao PAS nº 19957.007430/2019-08, citado na nota anterior. A emissora foi multada em R\$ 100 mil por infração ao art. 10 da ICVM nº 476. Apesar de ela ter praticado outras irregularidades, principalmente operação fraudulenta, entendo que em virtude de as condutas mais graves terem sido apenas com multas mais pesadas, parece-me que a dosimetria naquele caso ficou adequada a uma punição pela mesma reprovabilidade que remanesce neste caso.

⁸ Sobre ausência de bons antecedentes das acusadas Orla e Lúcia, v. nota de rodapé nº 6.