



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

PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES CVM Nº 19957.010194/2019-07 ("PAS EMISSÃO") E 19957.010053/2021-09 ("PAS GESTÃO")

Reg. Col. 1973/20 e 2669/22

Acusados: PAS Emissão - **GDC** Partners Serviços Fiduciários **DTVM** Ltda., **Orla DTVM** S.A., **ICLA** Consultoria Ltda., **Luiz** Eduardo Franco de **Abreu, M. Invest** Planejamento e Administração de Shopping Center S.A., **Cyro** Santiago **Rodrigues** e **Lorival Rodrigues**.
PAS Gestão - **ICLA** Consultoria, **BFL Administração** de Recursos Ltda., **José** Antônio **Gadenz**, **Terra Nova Gestão** e Administração de Negócios Ltda., **José** Vanderli **Vieira**, **Trending Gestão** de Recursos Ltda., **Fabricio Fernandes** Ferreira da Silva.

Assunto: Apurar supostas irregularidades relacionadas à oferta pública de debêntures da M. Invest.

Relator: Diretor João Accioly

RELATÓRIO

I. OBJETO

1. O PAS Emissão trata de Processo Administrativo Sancionador ("PAS") instaurado pela SRE em face de GDC, Orla, ICLA (sucessora da **Positiva CCTVM LTDA.**), e seu administrador Luiz Abreu, M. Invest ("Emissora"), e seus administradores Cyro Rodrigues e Lorival Rodrigues, por supostas irregularidades relacionadas à oferta pública de debêntures realizada pela M. Invest em 02.05.2015 ("Emissão" ou "Oferta"), sob a égide da Instrução CVM nº 476/2009.

2. O PAS Gestão trata de PAS instaurado pela SIN em face de ICLA (sucessora de **ICLA DTVM S.A.** e de **MHFT Investimentos S.A.**), BFL, José Gadenz, Terra Nova, José Vieira, Trending Gestão e Fabricio Fernandes, por suposta realização de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, letra "c"¹, da então vigente ICVM nº 8/1979, e pela falta do dever diligência, em infração ao art. 92, inciso I, da ICVM nº 555/2014.

II. BREVE SÍNTESE DOS FATOS

3. M. Invest emite debêntures com garantias reais em 2015. Magazine Incorporações S.A., integrante do M. Group, vai à falência e inadimpla as debêntures. Garantias mostraram-se insuficientes. Positiva, como coordenadora líder teria atuado em conflito de interesses e infringido deveres fiduciários ao não detectar os problemas nas garantias das debêntures (PAS Emissão). MHFT, sucedida por ICLA, como gestora, teria faltado com dever de diligência ao adquirir as

¹ "I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros; (...)."



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

debêntures para diversos fundos que geria (PAS Gestão). Defesas alegam que inadimplência era imprevisível pois decorreu de extensão dos efeitos da falência de empresa distinta da M. Invest, cujo patrimônio não poderia ter sido afetado.

III. A EMISSÃO

4. Antes de tratar da Acusação propriamente dita, cabe sintetizar algumas informações sobre a M. Invest e a Emissão, que têm reflexo nas supostas infrações, com base no registrado no Relatório de Inspeção (0877359) e em outros documentos anexados aos autos.

5. A M Invest possuía 100% de suas quotas sociais detidas pelo Fundo de Investimento em Participações Atlantis (“FIP Atlantis”), que, por sua vez, tinha como únicos cotistas Cyro Rodrigues e Lorival Rodrigues, cada um com 50% de participação. M. Invest e FIP Atlantis integravam o denominado M Grupo, fundado por Lorival Rodrigues e que possuía, à época, investimentos imobiliários no Rio Grande do Sul, em especial no setor hoteleiro e de shopping centers. Conforme organograma constante do Relatório de Inspeção (0877359), a M Invest era proprietária ou tinha participação relevante em seis shoppings centers naquele estado².

6. Desde a sua constituição e até 2018, o FIP Atlantis teve como administradora a ICLA DTVM e como gestora a MHFT. À época dos fatos, a MHFT era controlada da ICLA, e ambas faziam parte do Grupo NPF, de que fazia parte também a Positiva, intermediária líder da Oferta e que atuava como prestadora de serviços de escrituração de cotas e custódia de valores mobiliários para o FIP Atlantis. Em 2019, a ICLA se tornou sucessora legal da ICLA DTVM, da MHFT e da Positiva, devido a sua incorporação.

7. Em 29.10.2014 foi enviada à M. Invest, pela GSNB Investimentos (também do Grupo NPF), uma proposta para assessoria no processo de estruturação e emissão de debêntures. Conforme essa proposta (1403740), aceita e assinada pela M. Invest em 30.10.2014, a GSNB Investimentos seria remunerada pela estruturação das debêntures a uma taxa de 2,5%, líquida de impostos, sobre o valor total bruto captado na operação.

8. Dessa forma, na mesma data, foi assinado contrato entre a M. Invest e a Positiva (1403748) para a distribuição pública das debêntures, com remuneração prevista de 9% sobre o valor nominal de cada subscrição, líquida de impostos. O agente fiduciário da Emissão foi a GDC, o intermediário líder foi a Positiva e a agência de rating foi a **Argus** Classificadora de Risco de Crédito Ltda., sucedida pela **LF Rating**, que emitiu uma classificação A- para a Emissão (1403636).

9. Na Emissão, a M. Invest lançou, em 02.04.2015, em distribuição pública com esforços restritos de colocação, 42.000 debêntures simples, em duas séries, não conversíveis em ações e com garantia real, valor unitário de R\$ 10.000,00 e remuneração IPCA + 9% a.a., totalizando R\$ 420 milhões. A primeira série, com 28.500 debêntures, no montante de R\$ 285 milhões, tinha prazo de 84 meses, vencimento em 02.04.2022 e carência de 24 meses para juros e principal, a

² Doc. 0877359, fl. 11.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

segunda, com 13.500 debêntures, no montante de R\$ 135 milhões, tinha prazo de 120 meses, vencimento em 02.04.2025 e carência de 24 meses para juros e 84 meses para principal³.

10. Conforme informado pela Positiva (0877606, 0877623 e 08776274) foram subscritas 17.486 debêntures, no valor de R\$225.484.742,03, dos quais cerca de R\$ 56 milhões foram captados em dinheiro (0746870), grande parte investido pelos seguintes fundos, cujos cotistas eram Regimes Próprios de Previdência Social (“RPPS”):

Tabela 1: Fundos de investimento subscritores da Oferta

Fundos	Administradora	Gestora
FI Sicília	ICLA DTVM	MHFT
BRS Profit	ICLA DTVM	BFL
FIM Oslo	ICLA DTVM	MHFT
BRS IPCA	Genial Investimentos	BFL
Terra Nova FIRF	Orla	Terra Nova
OAK FI	Gradual	Trending

11. A destinação dos recursos captados na Oferta estava prevista na Cláusula 3 da Escritura Particular da 1ª Emissão de Debêntures (“Escritura”)⁴ que previa sua alocação para (i) quitação de parte ou totalidade dos financiamentos existentes da Emissora e de suas controladas e subsidiárias; (ii) realização de obras de melhorias/expansões nos shoppings centers existentes; (iii) liquidação de compromissos referentes à aquisições de participações societárias em sociedades que explorem shopping centers ou de participações diretas em empreendimento imobiliário; (iv) realização de novas aquisições de participações societárias em sociedades que explorem shopping centers ou de participações diretas em empreendimento imobiliário; e (v) reforço de capital de giro.

12. As garantias da Emissão estavam relacionadas na Cláusula 4.15 da Escritura⁵. A garantia preliminar, item 4.15.1, constituía-se da alienação fiduciária das cotas do FIP Atlantis, cujos cotistas eram Cyro Rodrigues e Lorival Rodrigues, com 50% cada. Foi firmada em 04.05.2015, somente em relação às cotas detidas por Cyro Rodrigues (0878646) e, conforme a Cláusula 4.15.3 da Escritura, seria substituída após a constituição das garantias definitivas.

13. Como garantias definitivas, a Escritura previa a alienação fiduciária de imóveis (shopping centers), Cláusula 4.15.2, fiança concedida por Cyro Rodrigues e Lorival Rodrigues, Cláusula 4.15.4, e a alienação fiduciária de recebíveis dos shopping centers e de outras controladas da M. Invest, Cláusula 4.15.7. Também estava prevista a constituição de um fundo de liquidez (4.15.6) a ser constituído pela Emissora, no montante dos juros e amortização vincendos das debêntures subscritas e integralizadas, para garantir o cumprimento das obrigações citadas.

14. Em operação diversa, porém ainda relacionada a M. Invest, ao dia 28.09.2015 a

³ Doc. 0877359, fl. 09.

⁴ Doc. 0877662.

⁵ Instrumento Particular de Contrato de Alienação Fiduciária de Cotas e outras Avenças (0877662)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

assembleia geral dos investidores dos CRIs da 35ª e 36ª séries da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários da Ápice Securitizadora S.A de 2016 declarou a recompra compulsória de CRI's que foram emitidos em 20.06.2014 e estavam lastreados em cédulas de crédito imobiliário emitidas pelos shoppings controlados pela M. Invest, em razão da não recomposição do fundo de reserva pelos devedores até aquela data limite.

15. Em 27.01.2016 os debenturistas assinaram *waivers* referente à Emissão⁶, declarando estarem cientes do descumprimento, pela Emissora, de determinadas obrigações assumidas na Escritura⁷. Nesse sentido, os debenturistas autorizaram a liberação de recursos à Emissora, tendo em vista a sua imediata necessidade de liquidez, e declararam estar de acordo com a realização da retenção dos valores necessários à regularização do Fundo de Liquidez na próxima subscrição e que não fosse adotada nenhuma medida pelo Agente Fiduciário em razão dos descumprimentos das obrigações assumidas pela Emissora.

16. Em 27.04.2016, foi realizada a 1ª Assembleia Geral de Debenturistas (“AGD”) (1403294) que deliberou por: (i) ampliar a forma de integralização das debêntures, passando a ser aceita a integralização em títulos e em imóveis; (ii) ampliar o prazo de carência para início da amortização das debêntures de 24 para 36 meses; (iii) aceitação de outros imóveis como garantias, e não somente shopping center; (iv) substituição da GDC pela Incentivo S.A. como agente fiduciária; etc

17. Tendo em vista que a supramencionada substituição do agente fiduciário não foi implementada, uma nova AGD foi realizada em 05.09.2016, em retificação à 1ª AGD, e deliberou pela nomeação da Orla em substituição à GDC como agente fiduciário da Emissão, ficando consignado que a Orla passaria a atuar integralmente a partir da assinatura do 1º Aditamento à Escritura, que restou assinado nessa data (0877664 e 0877666).

18. Em 29.05.2017, foi realizada a 2ª AGD para deliberar sobre o novo aditamento da Escritura, em que se aprovou, (i) substituição da alienação fiduciária de 2.500 cotas do FIP Atlantis pela alienação fiduciária de 500.000 ações da Emissora representativas da totalidade das ações por ela emitidas; (ii) redução do valor de emissão de R\$ 420 milhões para R\$400 milhões; (iii) alteração do prazo de amortização do principal e do pagamento da remuneração ampliando a carência para 60 meses para a 1ª série e pagamento em 16 parcelas trimestrais e ampliando a carência para 108 meses para a 2ª série e pagamento em 12 parcelas trimestrais; etc.

19. Em 03.08.2017 a LF Rating reduziu a nota das debêntures para BBB por conta “da persistente retração da atividade econômica” e por terem sido subscritas 40% das debêntures, sendo 11% mediante recursos financeiros.

20. A Magazine Incorporações, integrante do M. Group, e que havia sido quotista da M.

⁶ Docs. 0878692, 0878696, 0878700, 0878703, 0878707, 0878708, 0878710, 0878714, 0878717, 0878719, 0878721, 0878723, 0878724, 0878725 e 0878726.

⁷ Não integralização das debêntures à vista, em moeda corrente nacional; Não constituição da garantia referente à Alienação Fiduciária de Imóveis e apresentação do comprovante de registro nos cartórios de registro de imóveis competentes; Não Constituição do Fundo de Liquidez; (...)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Invest até 05.12.2013, quando sobreveio a 5ª Alteração do Contrato Social da M.Invest⁸, que deliberou por sua transformação em S.A. e consignou a venda da participação da Magazine Incorporações para a M PAR Participações Ltda., teve decretada sua falência em 18.09.2017. Em seguida, em 26.09.2017, a LF Rating reduziu o rating das debêntures de BBB para C (0877353).

21. Em 21.12.2017 foi realizada a 3º AGD (1403322) que (i) deliberou, dentre outros, a aprovação de garantias imobiliárias adicionais e (ii) analisou a eventual participação dos acionistas da Emissora na estrutura societária da Magazine Incorporações em que se concluiu que, embora existissem indícios para a existência de um grupo econômico, não houve provas suficientes para demonstrar a existência de uma estrutura societária ligando as duas.

22. Em 15.08.2019, a falência da Magazine Incorporações, foi estendida às 102 empresas que pertenciam ao M Group, grupo econômico controlado por Lorival Rodrigues e Cyro Rodrigues.

23. A Acusação aponta que a M. Invest não estava formalmente inadimplente em relação aos pagamentos de remuneração e amortização das debêntures, pois AGD realizada em 29.05.2017 (0879596) havia adiado a primeira parcela da amortização e da remuneração para 02.07.2020, mas existia a possibilidade de os debenturistas experimentarem expressivo prejuízo, em virtude da falência e execução de garantias de empresas do M.Group, conforme matérias jornalísticas que relaciona (0879914, 0879915 e 0879916).

IV. PAS EMISSÃO

IV.1 ACUSACÃO

Atuação da GDC (Agente Fiduciário)

a. Verificação da veracidade das informações prestadas

24. Questionada acerca da verificação das informações contidas na Escritura, no momento de aceitação do exercício da função de agente fiduciário da Oferta, assim como sobre a verificação da regularidade das garantias constituídas e do valor dos bens dados em garantia, em cumprimento ao disposto na cláusula 7.4 da Escritura⁹ e no inciso V, do art. 12, da ICVM 28¹⁰, a GDC elencou, em sua resposta de 29.04.2019, as seguintes diligências:

- Revisão das minutas da Escritura, do Contrato de Custódia de Recursos Financeiros e do Contrato de Alienação Fiduciária de Cotas e Outras Avenças, elaboradas por escritório de advocacia especializado e pelo Coordenador Líder da Oferta, alegando ter apresentado mais de 100 (cem) revisões para a primeira, mais de 50 (cinquenta) revisões para a segunda e 7 (sete) revisões para a terceira, dentre as quais as que visaram melhorar a qualidade da informação e o saneamento de vícios, omissões, falhas ou defeito que teria identificado;

⁸ Doc. 0879894.

⁹ Doc. 0877662, fl. 34.

¹⁰ “Art. 12. São deveres do agente fiduciário: (...) V – verificar, no momento de aceitar a função, a veracidade das informações contidas na escritura de emissão, diligenciando no sentido de que sejam sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tenha conhecimento; (...)”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- Verificação da regularidade da Emissão por órgãos e pessoas competentes, visando o saneamento de vícios, omissões, falhas ou defeitos, bem como a identificação, existência e análise da Emissora e de seus representantes;
- Verificação da regular constituição da garantia constituída pela alienação fiduciária das cotas do FIP Atlantis por órgãos e pessoas competentes, visando o saneamento de vícios, omissões, falhas ou defeitos;
- Além dos procedimentos acima, a GDC alegou possuir mais de 50 (cinquenta) registros de troca de e-mails e participação em conferências telefônicas com partes envolvidas, visando melhorar qualidade da informação e o saneamento de vícios, omissões, falhas ou defeitos.

25. Contudo, segundo a Área Técnica, a documentação enviada para demonstrar atuação diligente não foi suficiente, uma vez que de natureza protocolares:

- A revisão na Escritura se concentrou em alterações formais, como atualização de endereço e detalhes sobre remuneração do agente fiduciário, sem evidências de verificação da verdade das informações;
- As correções no Contrato de Custódia de Recursos Financeiros foram superficiais, como datas e endereços, mas não há provas de que houve verificação da veracidade das informações ou da regularidade das garantias;
- Na revisão do Contrato de Alienação Fiduciária, a GDC fez mudanças mínimas, como a inclusão de um termo e atualização de endereço, sem demonstrar verificação da regularidade das garantias;
- A GDC apenas arquivou documentos básicos fornecidos pelo emissor, como registros societários e identidades dos diretores, sem evidências de que realizou verificações ou conferências sobre os mesmos;
- Para demonstrar a verificação da constituição da garantia, a GDC apresentou documentos do FIP Atlantis, mas o simples recebimento e arquivo desses documentos não prova que houve conferência ou verificação por parte da GDC;
- A GDC menciona comunicações, como e-mails e conferências telefônicas, para resolver problemas de informação e defeitos, mas não enviou qualquer documentação comprobatória.

26. Para a Acusação, em razão dessa análise superficial, a GDC não teria atuado como um agente fiduciário ativo e probo e em defesa dos debenturistas, não tendo sido capaz de identificar omissões, falhas e defeitos contidos na Escritura. Não há evidência de que tenham sido feitas pesquisas para verificar se a Emissora respondia por ações judiciais ou de que tenham sido verificados os ativos e os valores que se encontravam na carteira do FIP Atlantis, cujas cotas foram alienadas fiduciariamente.

27. Teria havido, assim, o descumprimento do inciso V, do art. 12, da ICVM 28.

b. Elaboração dos Relatórios Anuais

28. A elaboração dos Relatórios Anuais do agente fiduciário é exigida pelo art. 12, XVII, da ICVM 28, devendo trazer dentre outras, conforme a alínea “g”¹¹, informações sobre o acompanhamento, pelo agente fiduciário, da destinação dos recursos captados na Emissão. Porém,

¹¹ “Art. 12. São deveres do agente fiduciário: (...) XVII – elaborar relatório destinado aos debenturistas, nos termos do artigo 68, § 1º, alínea “b”, da Lei nº 6.404, de 1976, o qual deve conter, ao menos, as seguintes informações: (...) g) acompanhamento da destinação dos recursos captados através da emissão de debêntures, de acordo com os dados obtidos junto aos administradores da companhia emissora; (...)”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

nos Relatórios Anuais de 2015 e 2016¹², a GDC não prestou qualquer informação relativa à efetiva destinação desses recursos, limitando-se a reproduzir o que estipulava a Cláusula 3 da Escritura.

29. Indagada pela SRE acerca da ausência dessas informações, a GDC respondeu (0877646), em 29.04.2019, que elas seriam prestadas em relatórios da administração da Emissora e se encontravam dentre as informações que a M. Invest não lhe forneceu, até a sua renúncia e substituição como agente fiduciário, na AGD realizada em 27.04.2016. Aduziu que esta situação teria sido informada aos debenturistas, que, não obstante, prestaram *waivers* em relação ao descumprimento por parte da Emissora e teriam solicitado à GDC que não tomasse qualquer providência até que se manifestassem em sentido contrário.

30. Porém, segundo a Área Técnica, a GDC não encaminhou nenhuma comprovação de comunicação aos debenturistas ou solicitação de informação sobre o assunto à M. Invest. Além disso, os *waivers* não trataram da falta de informações sobre a destinação dos recursos captados na Emissão e não poderiam eximir o agente fiduciário de cumprir a legislação vigente. Nesse sentido, além do Relatório Anual de 2016 não fazer qualquer menção a um possível descumprimento por parte da Emissora, o Relatório Anual de 2015, apesar de referenciar os *waivers*, não informa que o Emissor não encaminhou informações referentes à destinação dos recursos captados na Emissão. Dessa forma, a Acusação entendeu que a GDC descumpriu a alínea “g” do inciso XVII da ICVM 28, que exige que o Relatório Anual do agente Fiduciário, informe o acompanhamento da destinação dos recursos captados na Emissão.

31. Os Relatórios Anuais de 2015 e 2016 também não trouxeram qualquer declaração sobre a suficiência e exequibilidade das garantias prestadas pela M. Invest, conforme exigia a alínea “j” do inciso XVII da ICVM 28¹³, limitando-se a reproduzir informações constantes do item 4.15 da Escritura. A GDC declarou à SRE que decidiu pela não divulgação das referidas informações no Relatório Anual de 2015, publicado após a sua renúncia, diante dos inúmeros inadimplementos da Emissora relativos às garantias, o que a fez considerar adequado não apresentar ao público em geral tal informação.

32. Alegou, porém, ser a garantia suficiente no encerramento do exercício de 2015, no montante de cerca de R\$ 193 milhões e correspondente a 1.020% (um mil e vinte por cento) das debêntures em circulação. Contudo, assumiu que a Emissora se encontrava inadimplente com a substituição da garantia, na forma estabelecida na Escritura.

33. Diante desses fatos, a Área Técnica entendeu que a GDC não cumpriu o disposto na alínea “j” do inciso XVII da ICVM 28

34. Em relação ao Relatório Anual de 2016, a Acusação também aponta que a GDC não teria prestado esclarecimentos em relação aos descumprimentos da Escritura citados no item 12 do Relatório Anual de 2015, o que poderia passar a impressão de que os problemas citados teriam

¹² Docs. 0877669 e 0877671

¹³ “Art. 12. São deveres do agente fiduciário: (...) XVII – elaborar relatório destinado aos debenturistas, nos termos do artigo 68, § 1º, alínea “b”, da Lei nº 6.404, de 1976, o qual deve conter, ao menos, as seguintes informações: (...) j) declaração acerca da suficiência e exequibilidade das garantias das debêntures; (...)”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

sido sanados. Com isso, ela teria descumprido a alínea 'i' do inciso XVII da ICVM 28¹⁴, que requer a inclusão nos relatórios anuais de informações sobre o cumprimento das obrigações assumidas pela companhia na Escritura da emissão.

35. O Relatório de 2016 também não teria apresentado comentários sobre as demonstrações financeiras da M. Invest, além de informações acerca da distribuição das debêntures no mercado, conforme exigem alíneas “c” e “d” do inciso XVII da ICVM 28¹⁵.

36. Em relação a essas três últimas imputações, a GDC informou que foi substituída como agente fiduciário em 27.04.2016. Contudo, a Acusação aponta esta substituição somente foi efetivada em 05.09.2016, data do aditamento da Escritura, em conformidade com o procedimento disposto no art. 6º, da ICVM 28¹⁶. Assim, ela teria sido o agente fiduciário durante a maior parte do exercício de 2016, e deveria ter fornecido informações acerca dos descumprimentos da Escritura pela Emissora identificados em 2015 e, também, se manifestar sobre suas demonstrações financeiras e a posição das debêntures no mercado, tendo restado configurados, portanto, tais imputações.

37. A SRE concluiu, portanto, em relação aos Relatórios Anuais de 2015 e 2016, que a GDC descumpriu as alíneas “c”, “d”, “g”, “i” e “j” do inciso XVII da ICVM 28, o que é considerado infração grave pelo art. 19 da norma.

c. Atuação da GDC como agente fiduciário após sua renúncia

38. A GDC alegou ter deixado de ser agente fiduciário da Emissão com a sua renúncia, na AGD de 27.04.2016 (0877646). Declarou que a M. Invest publicou edital de convocação de AGD e encaminhou a ela, para conhecimento, a minuta do aditamento da Escritura, já acordado com os debenturistas. Em seguida, na abertura da AGD, comunicou a sua renúncia, aceita pela unanimidade dos presentes, que, na sequência, aprovaram a substituição da GDC pela Incentivo S.A. DTVM e autorizaram a celebração de aditamento.

39. Nesses termos, a SRE aponta que a GDC alega não ter agido como agente fiduciário da Emissão após 27.04.2016, e, com exceção de e-mail para a M. Invest solicitando o aditamento da Escritura (0878757) e da divulgação, em abril de 2017, do Relatório Anual de 2016 (0877671), não enviou à Área Técnica qualquer outro documento que comprovasse esta atuação entre 27.04.2016 e 05.09.2016, quando a Orla foi nomeada como novo agente fiduciário. A Orla, por sua vez, informou (0877648) que, quando assumiu as suas funções, recebeu informações da Positiva que, desde a renúncia da GDC, atuava informalmente como agente fiduciário.

¹⁴ “Art. 12. São deveres do agente fiduciário: (...) XVII – elaborar relatório destinado aos debenturistas, nos termos do artigo 68, § 1º, alínea “b”, da Lei nº 6.404, de 1976, o qual deve conter, ao menos, as seguintes informações: (...) i) cumprimento de outras obrigações assumidas pela companhia na escritura de emissão; (...)”

¹⁵ “Art. 12. São deveres do agente fiduciário: (...) XVII – elaborar relatório destinado aos debenturistas, nos termos do artigo 68, § 1º, alínea “b”, da Lei nº 6.404, de 1976, o qual deve conter, ao menos, as seguintes informações: (...) c) comentários sobre as demonstrações financeiras da companhia, enfocando os indicadores econômicos, financeiros e de estrutura de capital da empresa; d) posição da distribuição ou colocação das debêntures no mercado; (...)”

¹⁶ “Art. 6º. O agente fiduciário entra no exercício de suas funções a partir da data da escritura de emissão ou do aditamento relativo à substituição (art. 5º), devendo permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

40. Em vista desses fatos, a Acusação entende ter havido o descumprimento do art. 6º da ICVM 28/¹⁷, que dispõe sobre o agente fiduciário permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição. Esta somente sobreveio na AGD de 05.09.2016, com o aditamento da Escritura e a nomeação da Orla (0877664 e 0877666), não eximindo a GDC do cumprimento da legislação entre esses dois eventos, em prejuízo da defesa dos interesses dos debenturistas, que, na prática, ficaram mais de quatro meses sem a atuação efetiva de agente fiduciário da Emissão.

d. Garantias

41. Questionada sobre a verificação da regularidade da constituição, bem como da suficiência e exequibilidade das garantias prestadas na Emissão, conforme constante da Cláusula 4.15 da Escritura, a GDC informou ter tomado as seguintes medidas, para cada uma delas:

- a. **Alienação Fiduciária de Cotas de FIP** (Cláusula 4.15.1 da Escritura): mensalmente verificava seu valor, conforme extratos das cotas em garantia fornecidas pelo administrador do FIP Atlantis, e calculava sua suficiência. Quando recebeu o primeiro extrato, identificou a ausência de gravame e solicitou a sua correção, o que foi feito;
- b. **Alienação Fiduciária de Imóveis** (Shopping Centers) (Cláusula 4.15.2 da Escritura): Durante o período que atuou como agente fiduciário, esta garantia não foi constituída, tendo sido um dos itens descumpridos pela Emissora e informado aos debenturistas, que terminaram por conceder *waiver*;
- c. **Substituição de Garantias Preliminares pelas Definitivas** (Cláusula 4.15.3 da Escritura): Durante o período que atuou como agente fiduciário, permaneceu em vigor condição suspensiva para esta substituição;
- d. **Fiança** (Cláusula 4.15.4 da Escritura): Durante o período que atuou como agente fiduciário, esta garantia não foi devidamente regularizada, tendo sido um dos itens descumpridos pela Emissora e informado aos debenturistas, que terminaram por conceder *waiver*. A indicação de valor desta garantia foi baseada na declaração completa de imposto de renda das pessoas físicas dos fiadores do exercício de 2015. Ambas totalizavam patrimônio líquido de cerca de R\$ 34 milhões;
- e. **Fundo de Liquidez** (Cláusula 4.15.6 da Escritura): Durante o período que atuou como agente fiduciário, esta garantia não foi constituída, tendo sido um dos itens descumpridos pela Emissora apontado pela Agente Fiduciário e contou com o perdão da totalidade dos debenturistas;
- f. **Alienação Fiduciária de Recebíveis** (Cláusula 4.15.7 da Escritura): Durante o período que atuou como agente fiduciário, permaneceu em vigor condição suspensiva para a sua constituição.

42. A Acusação aponta, contudo, que apesar dos procedimentos indicados, não foi tomada nenhuma outra ação efetiva para verificação dos valores dados em garantia. Isto porque, em relação ao item (a), a GDC se baseou exclusivamente nos extratos enviados pelo administrador do próprio FIP Atlantis. Já em relação ao item (d), a capacidade de pagamento dos fiadores foi baseada apenas nos extratos de imposto de renda deles. Conforme sustenta a Área Técnica, nenhuma outra medida foi tomada para verificar a suficiência e exequibilidade das garantias.

43. Além disso, a GDC enviou à CVM 15 cartas, que concederam *waiver* especificamente à Alienação Fiduciária de Imóveis, à fiança e ao Fundo de Liquidez, que foram incluídas no

¹⁷ Art. 6º O agente fiduciário entra no exercício de suas funções a partir da data da escritura de emissão ou do aditamento relativo à substituição (art. 5º), **devendo permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição.**



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório Anual de 2015. Apesar disso, a Acusação entendeu que a GDC descumpriu o inciso IX, do artigo 12, da ICVM 28¹⁸, que exige uma declaração acerca da suficiência e exequibilidade das garantias pelo agente fiduciário da emissão e é considerada infração grave pelo art. 19 da norma.

e. Liberação de recursos para a Emissoras

44. Conforme sustenta a Acusação, a GDC teria liberado recursos para a M. Invest (R\$ 12.435.945,45 entre 12.08.2015 e 05.02.2016) de maneira contrária ao disposto na Escritura, pois a liberação de recursos tinha como pressupostos (i) a não concretização de qualquer hipótese de vencimento antecipado ou, em caso de concretização, que o vencimento antecipado tivesse sido sanado (Cláusula 3.2.9, alínea "c"), e (ii) que não tivesse havido qualquer inadimplemento por parte da Emissora (alínea "d").

45. A GDC informou que liberou os recursos após verificar (i) o registro e publicação da ata da assembleia geral da M. Invest de 24.03.2015 (ii) a averbação e registro do contrato da garantia das cotas do FIP Atlantis e (iii) o laudo de avaliação dos imóveis emitido em 31.03.2015. Afirmou, também, que os debenturistas haviam concedido *waiver* à liberação de recursos.

46. Porém, a Acusação aponta que hipóteses de vencimento antecipado já haviam se concretizado, posto que a M. Invest (i) não manteve Fundo de Liquidez, obrigação assumida na Cláusula 4.15.6; e (ii) não estava adimplente com suas obrigações, em razão das insuficiências das garantias apresentadas. Além disso, 7 dos *waivers* apresentados pela GDC foram concedidos em momento posterior à última liberação de recursos, ocorrida em 05.02.2016. Dessa forma, a GDC teria liberado os recursos à Emissora mesmo reconhecendo ter havido evento de vencimento antecipado das debêntures, descumprindo o disposto na Escritura.

f. Dever de diligência

47. A Acusação concluiu que, ao praticar atos de forma contrária ao previsto na Escritura, bem como pelos pontos relatados anteriormente, - permanência no exercício de suas funções até sua efetiva substituição, falta de informações sobre a efetiva destinação dos recursos da oferta, falta de transparência na elaboração dos Relatórios Anuais e falta de verificação da veracidade das informações relativas às garantias - a GDC não atuou com a boa fé, transparência e lealdade com os titulares das debêntures e não empregou no exercício de suas funções o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens, em descumprimento ao disposto no inciso I do art. 12, da Instrução CVM nº 28.

Atuação da Orla (Agente Fiduciário)

a. Verificação das informações no momento de aceitar a função

¹⁸ “Art. 12. São deveres do agente fiduciário: (...) IX - verificar a regularidade da constituição das garantias reais, flutuantes e fidejussórias, bem como valor dos bens dados em garantia, observando a manutenção de sua suficiência e exequibilidade; (...)”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

48. A Orla se tornou agente fiduciário da Emissão em 05.09.2016, após o aditamento da Escritura e efetiva substituição da GDC, momento em que a ICVM 28 ainda estava em vigor. De modo a demonstrar que, no momento de aceitação do exercício da função de agente fiduciário da Oferta, ela agiu diligentemente e verificou as informações dispostas na Escritura e a regularidade das garantias, em cumprimento aos deveres contidos no item “iv”, da Cláusula 7.4 da Escritura e no inciso V, do artigo 12 da ICVM 28, a Orla informou (0877648) ter tomado tais providências a partir da verificação de diversos documentos.

49. Porém, segundo a Acusação, os documentos enviados pela Orla não seriam capazes de atestar que houve, de fato, a verificação de informações capazes de identificar, efetivamente, omissões, falhas ou defeitos das informações contidas na Escritura. Por exemplo, ¹⁹[OBJ] apenas foram elaborados em momento posterior ao aceite da função de agente fiduciário. Assim também, da Notificação Extrajudicial enviada pela Orla à M. Invest, em 08.12.2017 (0879445), constam informações e esclarecimentos que deveriam ter sido solicitados antes da aceitação da função de agente fiduciário.

50. Ainda, segundo a Área Técnica, a Orla não apresentou qualquer pesquisa ou estudo, previamente à aceitação da função, de modo a verificar a possível ocorrência de evento adverso, como a possibilidade da Emissora ser polo passivo em ações judiciais ou, até mesmo, a verificação do valor, suficiência e exequibilidade das garantias prestadas, não tendo sido verificados, por exemplo, os ativos e os valores que se encontravam na carteira do FIP Atlantis, cujas cotas foram alienadas fiduciariamente como garantia da Oferta (0879438).

51. Por esses fatos, a SRE concluiu que a Orla deixou de atuar em defesa dos interesses dos debenturistas e descumpriu o inciso V, do artigo 12 da ICVM 28.

b. Relatórios Anuais:

52. A elaboração e divulgação dos Relatórios Anuais pela Orla deveria seguir o disposto no art. 15²⁰ da Instrução CVM nº 583/2016, que substituiu a ICVM 28 em março de 2017. O dispositivo determina a divulgação do relatório, com as informações do Anexo 15, no site do agente fiduciário em até 4 meses após o fim do exercício social. Porém, a Área Técnica não localizou na página da Orla na internet qualquer relatório relacionado à Emissão, tendo ela, em 2019, quando inquirida pela SRE enviado o referente a 2017, que, não obstante, não cumpriu com seus deveres informacionais, à luz do Anexo 15 da ICVM 583. Os Relatórios Anuais de 2017 e 2018 não foram elaborados (0879512 e 0879513)

53. A Orla informou à SRE que, (a) enfrentou dificuldades para cumprir o art. 15 da ICVM 583 devido à falta de documentos necessários para elaborar o relatório; (b) todas as informações

¹⁹ 2º Aditamento e Consolidação da Escritura da Emissão de 29.05.2017; Demonstrações financeiras individuais e consolidadas da M. Invest em 31.12.2016, com o relatório dos auditores independentes; Demonstrações financeiras individuais e consolidadas da M. Invest em 31.12.2017, com o relatório dos auditores independentes

²⁰ Art. 15. O agente fiduciário deve divulgar em sua página na rede mundial de computadores, em até 4 (quatro) meses após o fim do exercício social do emissor, relatório anual descrevendo, para cada emissão, os fatos relevantes ocorridos durante o exercício relativos ao respectivo valor mobiliário, conforme o conteúdo mínimo estabelecido no Anexo 15.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

foram compartilhadas com os interessados, incluindo a CVM e os debenturistas, por meio físico e online; (c) a transparência nas ações com os debenturistas foi evidenciada nas atas das assembleias; (d) as informações ausentes foram destacadas no Relatório Anual devido ao não envio pelo Emissor; e (e) o relatório enfatizou que, apesar dos esforços para fornecer informações precisas, não há garantia de exatidão no presente ou futuro, recomendando orientação profissional antes de tomar qualquer ação.

54. Para a Acusação, a Orla deveria ter divulgado os Relatórios Anuais em seu site na internet, mesmo com informações parciais, não podendo ser aceita como justificativa o mero pedido de informações ao Emissor. A divulgação de outros documentos relacionados à Emissão, como atas de AGDs, também não supre o dever de divulgar o relatório. Restou configurada, assim, para a SRE, o descumprimento, por parte da Orla, do art. 15 da ICVM 583.

55. Além disso, o Relatório de 2017 enviado teria pouca utilidade prática e não cumpria seu objetivo informacional por não abordar um mínimo de informações²¹.

c. Garantias

56. De modo a comprovar o cumprimento ao dever disposto no inciso V, do artigo 12, da ICVM 28, de verificação da regularidade das garantias prestadas pela Emissora, quando do aceite da função de agente fiduciário, a Orla informou que analisou os seguintes documentos:

- “a. Memorando emitido em 10.03.2017 por J.G. Assis de Almeida e Associados, acerca do processo de constituição e formalização de garantias reais, no âmbito da Escritura da Emissão (0879542);
- b. Livro de Registro de Ações Nominativas nº 01 da M. Invest;
- c. Instrumento Particular do Contrato de Alienação Fiduciária de Ações e Outras Avenças, firmado entre o FIP Atlantis e a Orla, na qualidade de Agente Fiduciário, de 05.07.2017;
- d. Instrumento Particular do Contrato de Alienação Fiduciária de Ações e Outras Avenças, firmado entre Cyro Santiago Rodrigues, na qualidade de Cotista, e a GDC, na qualidade de Agente Fiduciário, em 04.05.2015;
- e. Anexo 5.2 da Escritura da Emissão”.

²¹ “1 -Informar nos itens I, II, III do Relatório, que correspondem aos incisos I, II e III, do Anexo 15 da Instrução CVM nº 583/2016, qual seria o prazo para a M. Invest enviar as informações e quais foram as providências adotadas pelo Agente Fiduciário para cobrar o cumprimento das obrigações da Emissora; 2 -Informar no item VI do Relatório, que corresponde ao inciso VI, do Anexo 15 da Instrução CVM nº 583/2016, o motivo da não constituição do Fundo de Liquidez previsto na Escritura e quais foram as providências adotadas pelo Agente Fiduciário para cobrar o cumprimento da referida obrigação da Emissora; 3 -Informar no item IX do Relatório, que corresponde ao inciso IX, do Anexo 15 da Instrução CVM nº 583/2016, quando ocorreu a comunicação sobre os descumprimentos que podem justificar o vencimento antecipado da Emissão e quais foram as providências adotadas pelo Agente Fiduciário em relação ao vencimento antecipado das debêntures; 4 -Informar no item X do Relatório, que corresponde ao inciso X, do Anexo 15 da Instrução CVM nº 583/2016, quais foram as garantias efetivamente constituídas e as que não foram constituídas pela M. Invest, apresentando esclarecimentos sobre o efetivo cumprimento das condições previstas na Escritura; 5 - Informar no item X do Relatório, que corresponde ao inciso X, do Anexo 15 da Instrução CVM nº 583/2016, as alterações nas garantias que foram aprovadas na Assembleia Geral de Debenturistas realizada em 21.12.2017 (doc. [0879492](#)); 6 - Esclarecer no item X do Relatório, que corresponde ao inciso X, do Anexo 15 da Instrução CVM nº 583/2016, qual foi a base de avaliação da suficiência e exequibilidade das garantias prestadas pela M. Invest utilizada pelo Agente Fiduciário, tendo em vista, inclusive, a possibilidade de inclusão da M. Invest no polo passivo de Ação de Falências, e por conseguinte, ter a sua falência decretada, conforme Relatório de 15.12.2017 preparado pelo Agente Fiduciário (doc. [0879528](#)); 7 - A frase “Este relatório foi preparado com todas as informações necessárias ao preenchimento dos requisitos contidos na Instrução CVM 583, de 20 de dezembro de 2016 e demais disposições legais aplicáveis”, que se encontra no final do Relatório Anual de 2017, é incompatível com o não recebimento de documentos relatados nos incisos I, II, III; 8 - Citar os fatos relevantes, em virtude do art. 1º do Anexo 15 da Instrução CVM nº 583/2016 que chegaram ao conhecimento do Agente Fiduciário e foram objeto de Relatório datado de 15.12.2017 (doc. [0879528](#)).”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

57. Segundo a Acusação, o dever disposto no mencionado inciso V deve ser cumprido pelo agente fiduciário em momento anterior ao aceite da função e, entretanto, 2 dos documentos citados teriam sido elaborados em 2017. Também não teria comprovado quaisquer ações efetivas para a verificação dos valores das garantias, nem mesmo a verificação se dos ativos e valores que se encontravam na carteira do FIP Atlantis.

58. Além disso, o memorando citado no item “a” indicou ter ocorrido hipótese de vencimento antecipado das debêntures (falta de formalização da garantia definitiva) e fez sugestões relacionadas as garantias, porém a Orla não teria demonstrado se as acatou. Por fim, a Orla tinha conhecimento, pelo menos desde 26.10.2017, da redução da nota da Emissão “C”, mas apenas concluiu pela possibilidade da M. Invest ter sua falência decretada em dezembro de 2017, sendo que, no Relatório Anual de 2017, a Orla indicou que as garantias prestadas pela Emissora estavam em perfeita ordem.

59. Nesse sentido, a Acusação concluiu que a Orla descumpriu o disposto no inciso IX, do artigo 12, da ICVM 28, e, posteriormente, o inciso X, do artigo 11²², da ICVM 583.

d. Dever de diligência

60. Quando questionada acerca de como se deu o acompanhamento das informações prestadas pela Emissora, a Orla informou à CVM que:

- a. através do monitoramento do sítio eletrônico da M. Invest, bem como por e-mails à Emissora e à Positiva;
- b. através de alertas realizados em assembleias gerais de debenturistas, quando os debenturistas foram alertados de eventuais omissões, inverdades constantes das informações prestadas pela Emissora, bem como outras deliberações;
- c. através da emissão do documento denominado “Debêntures M. Invest Relatório da Situação da Emissora”, de 15.12.2017 (doc. 0879590), encaminhado para todos os debenturistas.

61. A Área Técnica, contudo, sustenta que o acompanhamento indicado pela Orla acima foi “*extremamente básico e reativo, incapaz de proteger os direitos e interesses dos debenturistas*”.

62. Em relação aos descumprimentos, pela Emissora, do disposta na Escritura, a Orla informou à SRE ter identificado os seguintes inadimplementos, relativos a informações ou documentos, que foram objeto de deliberações em AGDs, Notificações Extrajudiciais e e-mails:

- (i) informação acerca de relatório anual anterior àquele elaborado pela Orla;
- (ii) cumprimento das condições suspensivas para liberação de recursos, comprovação da correta destinação dos recursos;
- (iii) se cumpridas as condições suspensivas para a liberação de recursos, comprovação da correta destinação dos recursos;
- (iv) resultados operacionais líquidos de 2015 e 2016;
- (v) demonstrações financeiras auditadas de 2016;
- (vi) relatórios de revisão de rating após o recebimento da nota de rating (BBB);

²² “Art. 11. São deveres do agente fiduciário, sem prejuízo de outros deveres que sejam previstos em lei específica ou na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente: (...) X - verificar a regularidade da constituição das garantias reais, flutuantes e fidejussórias, bem como o valor dos bens dados em garantia, observando a manutenção de sua suficiência e exequibilidade nos termos das disposições estabelecidas na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente; (...)”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (vii) falta de informação acerca do pedido de falência de sociedades do grupo econômico da Emissora;
- (viii) falta de informação acerca das condições das garantias das debêntures emitidas e destacadas no item 4.15 da Escritura;
- (ix) instrumentos de Alterações Societárias relativas ao Estatuto da Companhia;
- (x) falta de relação de processos judiciais ajuizados em face da Emissora ou sociedade de seu grupo econômico;
- (xi) informações e documentos necessários para formulação do Relatório Anual do Agente Fiduciário, incluindo-se aqueles dispostos no Anexo 15 da ICVM 583.

63. A SRE sustenta que, apesar da Orla ter identificado diversos descumprimentos da Escritura, não tomou nenhuma atitude efetiva em relação a eles, e se limitou a enviar 10 (dez) e-mails à Emissora, com cobrança em relação à falta de pagamento dos seus serviços (doc. 0879595), além de ter apresentado, na AGD de 17.05.2018, sua renúncia.

64. Já quando questionada se a M. Invest incorreu em alguma das hipóteses de vencimento antecipado das debêntures, a Orla informou que “*não considerou hipótese de vencimento antecipado, pois fora concedido pelos debenturistas à Emissora prazo para esclarecimento, conforme disposto no item 1 da ordem do dia da assembleia geral de debenturistas do dia 18.04.2019*”. Ou seja, a Orla teria conhecimento de todas as hipóteses que configurariam vencimento antecipado, porém não agiu de modo a averiguar se alguma delas teria acontecido.

65. Em síntese, a Acusação atribuiu a Orla, (i) falha no acompanhamento da prestação de informações periódicas da Emissora; (ii) falta de atuação efetiva nos descumprimentos pela Emissora das cláusulas constantes da Escritura; (iii) preocupação apenas com a cobrança dos valores devidos em relação aos seus serviços, sem demonstrar a mesma preocupação com os interesses dos debenturistas; (iv) falta de atuação em relação às hipóteses de vencimento antecipado da Emissão; (v) falhas na divulgação dos Relatórios Anuais; e (vi) falta de verificação da veracidade das informações relativas às garantias e a consistência das demais informações contidas na Escritura.

66. Assim, entendeu que a Orla não atuou com a boa fé, transparência, lealdade com os titulares das debêntures e não empregou, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens, descumprindo o art. 12, I, da ICVM 28, bem como os incisos I e II²³ do art. 11 da ICVM 583.

Atuação da Positiva (Intermediário Líder)

a. Verificação das informações prestadas pela Emissora

67. Quando questionada sobre os procedimentos que teria adotado na qualidade de intermediária líder da Emissão, para assegurar que as informações prestadas pela M. Invest

²³ “Art. 11. São deveres do agente fiduciário, sem prejuízo de outros deveres que sejam previstos em lei específica ou na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente: (...) I – exercer suas atividades com boa fé, transparência e lealdade para com os titulares dos valores mobiliários; II – proteger os direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens; (...)”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

referentes à Ofertas eram verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, a Positiva apresentou as seguintes informações (0879793):

- Aspectos legais: em relação aos passivos materializados, de natureza societária, contratual, imobiliária, de propriedade intelectual, civil, fiscal, trabalhista, e ambiental relativos à M. Invest e suas controladas, houve avaliação e emissão de Relatório de Auditoria Legal por escritório jurídico, que também emitiu Legal Opinion no âmbito da Emissão;
- Demonstrações Financeiras: as demonstrações financeiras individuais consolidadas da M. Invest foram examinadas por auditores independentes, que emitiram opinião de que se encontravam de acordo com as normas internacionais de relatórios financeiros (IFRS);
- Classificação de risco: foi contratada empresa de classificação de risco LF Rating para realizar análise de risco de crédito da operação.

68. Entretanto, entendeu a Área Técnica que essas informações e documentos não teriam demonstrado que a Positiva tomou todas as cautelas para assegurar que as informações prestadas pelo Emissor eram verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, para permitir aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta, como exige o inciso I, do art. 11, da Instrução CVM 476²⁴.

69. Para a Acusação, a Positiva apenas recebeu passivamente os documentos e não foi capaz de encaminhar à SRE, apesar de solicitada, qualquer relatório ou controle que tenha confeccionado, enquanto intermediário líder da oferta, ou explicar qualquer verificação que tenha efetivamente realizado. A Positiva não teria apresentado, assim, qualquer evidência ou documento que comprovasse, de forma efetiva, as verificações de veracidade consistência, correção e suficiência das informações fornecidas pela M. Invest.

70. Para a SRE, em vista dessa falta de verificação ou verificação feita de modo extremamente superficial, a Positiva não teria sido capaz de permitir aos investidores uma decisão fundamentada a respeito da Oferta.

71. Além disso, com base nas informações trazidas pelo Relatório de Inspeção (0879763), a Acusação aponta que a M. Invest era controlada pelo FIP Atlantis, que na época da Oferta era administrado pela ICLA e gerido pela MHFT, tendo a Positiva como prestadora de serviços de escrituração de cotas e custódia de valores mobiliários (0879763, fl. 21). Além disso, a ICLA e a MHFT integravam o Grupo NPF, atuando como administradoras e gestoras de fundos de investimento. A Positiva também pertenceria ao mesmo Grupo NPF e, na época da Oferta, funcionava no mesmo endereço da ICLA e da MHFT (0879763, fls. 11 e 12). Positiva, ICLA DTVM e MHFT tinham sede no mesmo endereço, visitado pela inspeção da CVM, que verificou se a segregação física de atividades condizia com o por elas afirmado, tendo concluído que “[e]m

²⁴ “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; (...).”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

visita às instalações da inspecionada em 11.07.17, e de posse de cópia do croqui do leiaute do espaço físico do ambiente, das instalações, confirmaram-se as informações fornecidas pelas inspecionadas”²⁵.

72. Em vista dessas informações, a Área Técnica afirma ser clara a presença de conflito de interesse do intermediário líder e a ausência de cautela e diligência necessárias para que fosse feita uma correta e independente avaliação da veracidade das informações prestadas a ele pela Emissora.

73. Dessa forma, como não haveria qualquer evidência de que a Positiva agiu com cautela e elevados padrões de diligência para a verificação das informações prestadas pela M. Invest e pela comprovada atuação do intermediário líder em situação de conflito de interesses, a Acusação concluiu que a Positiva descumpriu o disposto no inciso I, do art. 11, da ICVM 476.

74. No que concerne a autoria, a SRE aponta que, em 23.07.2009, a Positiva foi incorporada pela ICLA Consultoria, nova denominação da ICLA DTVM.

75. Ainda, nos termos do parágrafo único do art. 11 da ICVM 476²⁶, então em vigor, Luiz Abreu, administrador da Positiva na época dos fatos, era responsável pelo cumprimento das obrigações previstas no referido artigo e foi, desse modo, responsabilizado pela infração. Além disso, supostamente participou ativamente da oferta e encaminhou várias informações da Positiva sobre (0877644 e 0879793)

76. Portanto, a responsabilidade pela infração ao inciso I, do art. 11, da ICVM 476, considerada infração grave pelo inciso III do art. 18 da norma, é da ICLA, na qualidade de sucessora legal da Positiva, e de Luiz Abreu, administrador da Positiva na época da infração.

b. Divulgação de Conflitos de Interesse

77. Como mencionado, a Positiva tinha relações com as outras instituições participantes da Oferta. Assim, a Área Técnica entendeu pela presença de conflito de interesses do intermediário líder, ao considerar (i) que a Positiva era uma empresa ligada à MHFT e à ICLA DTVM, administradora e gestora de fundos de investimento que adquiriram debêntures da M. Invest na Oferta, e (ii) que a própria Positiva era prestadora de serviços para os fundos que adquiriram as debêntures, FI SICÍLIA RF LP, BRS IPCA INSTITUCIONAL FI RF CP, BRS PROFIT FI RF CP e FI MULTIMERCADO OSLO, assim como (iii) que a M. Invest era controlada pelo FIP Atlantis, que na época da oferta era administrado pela ICLA DTVM, gerido pela MHFT e tinha a Positiva como prestadora de serviços de escrituração de cotas e custódia de valores mobiliários.

78. Apesar disso, nenhum documento encaminhado pelo intermediário líder, bem como pelo agente fiduciário, pela Emissora ou pela agência classificadora de risco teria citado a existência desses conflitos de interesses ou demonstrado que os debenturistas diretos ou indiretos teriam sido informados deste fato.

²⁵ Doc. 0879763, fl. 12.

²⁶ Parágrafo único. Os administradores do intermediário líder da oferta também são responsáveis pelo cumprimento da obrigação prevista no **caput**.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

79. No entanto, de acordo com a Acusação, tais conflitos de interesses deveriam ter sido divulgados aos investidores, pelo intermediário líder da Oferta, em conformidade com o disposto no inciso II, do art. 11, da Instrução CVM nº 476/2009²⁷.

80. Logo, por não haver evidências dessa divulgação, a Acusação entendeu restar caracterizado que a Positiva descumpriu o disposto no inciso II, do art. 11, da ICVM 476, considerada infração grave pelo inciso III do art. 18 da norma.

81. Com relação a autoria, pelas mesmas razões da infração anterior, a Acusação atribui a responsabilidade a ICLA, na qualidade de sucessora legal da Positiva, e a Luiz Abreu, administrador da Positiva na época da infração.

Atuação da M. Invest

a. Descumprimento de deveres impostos ao Emissor

82. A SRE destaca que a M. Invest teria descumprido vários deveres impostos ao Emissor pela ICVM 476. Primeiramente, já tendo deixado de publicar as demonstrações financeiras de 31.12.2015, 31.12.2016 e 31.12.2017, pelo qual foi condenada no PAS CVM nº 19957.009863/2018-17, em relação às demonstrações financeiras de 31.12.2018, a M. Invest divulgou fato relevante em 29.03.2018 (0879870) informando que não iria cumprir o prazo de 3 meses previsto no inciso IV do art. 17 da ICVM 476²⁸, tendo afirmado à SRE (0877647) que disponibilizaria as DF's em até 180 dias, em sua página na Internet.

83. Questionada pela SRE sobre as diligências que teria adotado para assegurar que na Oferta fossem divulgadas aos investidores informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, a M Invest relacionou os diversos intermediários e assessores que contratou para a operação, anexando os respectivos documentos e laudos por eles preparados: GNSB investimentos S.A., para a estruturação da Oferta; Positiva, para a distribuição; Bichara Advogados, para Opinião Legal, Due Diligence e assessor legal; GDC e, posteriormente, Orla, para agente fiduciário; LF Rating, para nota de crédito; Ernest Young, para avaliação da M. Invest; Banco Itaú, para custódia e escrituração; e Crowe, para auditoria independente.

84. Entretanto, para a Acusação, além da relação de contratados, a M Invest não apresentou, em seus esclarecimentos, qualquer evidência de que as informações oferecidas aos investidores continham as características exigidas pelo *caput* do art. 10, da ICVM 476, ou seja, que tais informações eram verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes.

85. Solicitada a esclarecer os descumprimentos da Escritura relacionados pela GDC no item 12 de seu Relatório Anual 2015 (0877669 e 0879870), a M. Invest não convenceu a SRE em relação aos seguintes:

²⁷ “Art. 11. São deveres do intermediário líder da oferta: (...) II – divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores; (...)”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (i) Cláusula 4.7 - Não integralização das debêntures em dinheiro: As debêntures deveriam ser integralizadas em dinheiro no ato de subscrição, mas após o aditamento da Escritura, em 05.09.2016, passou a serem aceitos cessão de títulos públicos, CCB, CCCB, CCI e Notas Promissórias (estas últimas, desde que emitidas pela M. Invest ou por sociedade pertencente ao grupo) e, por fim, imóveis que possuíssem fluxo regular de recebíveis e estivessem livres e desembaraçados;
- (ii) Cláusula 4.15.2 - Não constituição da garantia referente à Alienação Fiduciária de Imóveis: A obrigação da M. Invest era manter em garantia preliminar não os imóveis mas a alienação fiduciária as cotas do FIP Atlantis, bem como o PMG de 120% do valor total da emissão pelo prazo máximo de 150 dias corridos, a partir da data do encerramento da Oferta, e, logo em seguida as garantias definitivas teriam que ser constituídas. As garantias se encontram formalizadas em conformidade com a Escritura e seus aditamentos; e
- (iii) Cláusula 4.15.6 - Não Constituição do Fundo de Liquidez: Conforme o 1º aditamento, o Fundo de Liquidez deveria ser constituído de uma PMT, mas somente depois de subscrito e integralizado o mínimo de 30% do total das debêntures, ou seja, 12.600, independente da série, e somente com recursos financeiros, o que não havia acontecido até a data da resposta.

86. Sobre a Cláusula 4.7, a Acusação aponta que a M. Invest teria autorizado, já em 28.12.2015 (0879874), a realização da subscrição das debêntures com ativos, ou seja, antes da alteração da Escritura (05.09.2016) admitindo tal possibilidade.

87. Sobre a Cláusula 4.15.2, a SRE aponta que os próprios advogados contratados pela GDC teriam chegado à conclusão, em 10.03.2017 (0879563), de que a falta da alienação fiduciária de imóveis em garantia ensejaria um Evento de Vencimento Antecipado da Emissão.

88. Sobre a Cláusula 4.15.6, a SRE afirma que, ao contrário do que a M. Invest alega, de acordo com a redação original desta cláusula na Escritura (0877662), o Fundo de Liquidez deveria ter sido constituído a partir da data da primeira integralização das debentures até a amortização da totalidade delas, o que nunca teria ocorrido.

89. A SRE também concluiu que a M Invest não teria esclarecido como se deu a destinação efetiva dos recursos captados na Emissão, pois, quando questionada, a Emissora apenas declarou que os recursos foram utilizados em conformidade com o disposto na Escritura, acrescentado que as mudanças ocorridas na Escritura deram maior flexibilidade para integralização dos títulos restantes com ativos. A Área Técnica aponta, entretanto, que passados mais de dois anos da data da Emissão, o montante captado, R\$ 56 milhões, representaria apenas 11% do valor total previsto, o que foi considerado pela M. Invest como residual para os propósitos definidos no início da operação.

90. Assim, a Acusação concluiu pelo descumprimento do art. 10 da ICVM 476, em virtude da (i) falta de informações e atrasos na divulgação de demonstrações financeiras, (ii) falta de informações sobre a destinação dos recursos captados na oferta, (iii) falta de encaminhamento de informações para os Agentes Fiduciários, (iv) realização de subscrições de forma diferente da prevista na Escritura, e (v) não constituição de garantias em conformidade com o previsto na Escritura, e (vi) falta de informações sobre conflito de interesse.

91. Por fim, a M. Invest também não teria fornecido informações solicitadas pela SRE em pelo menos duas situações: fornecimento do livro razão contábil da M. Invest, desde a abertura da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

empresa até a data da solicitação e relação dos subscritores da Oferta e dos valores subscritos por cada um.

92. A Acusação afirma que a M. Invest, deliberadamente, teria encaminhado informações agregadas sobre os subscritores e informado que na seção demonstrações financeiras de sua página na Internet estavam publicados todos os relatórios e demonstrações financeiras auditadas, mas não o livro razão contábil. Nesse sentido, destaca a SRE que o não fornecimento de informações solicitadas caracterizaria descumprimento do inciso VII do art. 17 da ICVM 476²⁹.

93. Concluindo, a SRE propôs a responsabilização, pela infração aos artigos 10 e 17 da ICVM 476, da M. Invest e de seus administradores, Cyro Rodrigues e Lorival Rodrigues, por força do parágrafo § 1º³⁰ do art. 10 e do § 4º³¹ do art. 17 da ICVM 476. Eles seriam, respectivamente, Presidente e Diretor da M. Invest (0879895) e teriam participado ativamente da oferta, ao encaminhar várias informações, teriam também assinado documentos da Emissora³², bem como seriam signatários da Escritura e de seus aditamentos (0877662 e 0877666).

Atuação da M. Invest, e seus administradores, da Positiva e seu administrador, da GDC - Operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários

94. Primeiramente, a Acusação ressalva que esta imputação também está baseada em informações do PA 19957.008153/2016-08, no âmbito do qual foi feita a inspeção na ICLA DTVM e que levou a instauração do PAS Gestão.

95. A Acusação destaca que, com uma remuneração de 9% do valor de subscrição (0879899, Cláusula 3.1) a Positiva teria sido contratada pela M. Invest para intermediar a Oferta. Em paralelo, a M. Invest era controlada pelo FIP Atlantis, que, à época, era administrado pela ICLA DTVM e gerido pela MHFT, além de ter a Positiva como prestadora de serviços de escrituração de cotas e custódia de valores mobiliários.

96. A ICLA DTVM e a MHFT eram empresas do Grupo NPF, atuando como administradoras e gestoras de fundos de investimento, grupo ao qual também pertencia a Positiva. Na época da Oferta de debêntures, as três funcionavam no mesmo endereço.

97. Os principais investidores que integralizaram as debêntures da M. Invest à vista foram os fundos FI SICÍLIA RF LP, BRS IPCA INSTITUCIONAL FI RF CP, BRS PROFIT FI RF CP e FI MULTIMERCADO OSLO³³, que tinham a Positiva como prestadora de serviços. Além disso, os fundos ainda tinham a ICLA DTVM e a MHFT como administradora e gestora de suas carteiras, respectivamente.

98. Além disso, a Acusação ressalta que os cotistas dos fundos que adquiriam indiretamente as debêntures da M. Invest eram preponderantemente RPPS, e teria sido verificado pela inspeção

²⁹ “Art. 17. Sem prejuízo do disposto em regulamentação específica, são obrigações do emissor dos valores mobiliários admitidos à negociação nos termos do art. 14 desta Instrução: (...) VII – fornecer as informações solicitadas pela CVM; (...)”

³⁰ “§ 1º Os administradores do ofertante também são responsáveis pelo cumprimento da obrigação prevista no caput”

³¹ “§4º Os controladores e administradores do emissor são responsáveis pelo cumprimento das obrigações previstas neste artigo.”

³² Docs. 0879438, 0879870, 0879898, 0879899, 0879901 e 0879874

³³ Docs. 0879764, 0877606 e folhas 23 e 24 do doc. 0879763.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

que esses RPPS fizeram aportes em fundos de investimento exatamente para viabilizar a aquisição, por esses fundos, das referidas debêntures.

99. A SRE também aduziu que a Positiva, com o suposto objetivo de aumentar a captação de recursos e com a conivência da M. Invest, teria passado a aceitar as subscrições das debêntures com ativos, de forma contrária ao previsto na Cláusula 4.7 da Escritura.

100. Ambas alegaram que tais subscrições teriam ocorrido em função de alteração realizada através do primeiro aditamento da Escritura, em 05.09.2016 (0877664 e 0877666). Entretanto, a Acusação aponta que, conforme verificado pela inspeção, a M. Invest autorizou, a realização da subscrição das debêntures com ativos antes da alteração realizada em 05.09.2016, em descumprimento da Escritura, conforme Boletins de Subscrição 09/2015, 10/2015, 13/2016, 15/2016, 21/2016 e 24/2016, referentes a subscrições realizadas entre 28.12.2015 e 17.08.2016 (0879874 e 0879764).

101. Portanto, a Positiva intermediou oferta de debêntures de uma companhia (M. Invest) controlada por um fundo (FIP Atlantis) para o qual prestava serviços e que tinha empresas a ela ligadas como administradora e gestora (ICLA DTVM e MHFT). A Positiva, ademais, colocou as debêntures e captou efetivamente recursos em espécie entre fundos para os quais prestava serviços e/ou que tinham empresas a ela ligadas (ICLA DTVM e MHFT) como administradora e gestora. Parcela significativa de cotistas dos fundos de investimento que adquiriram as debêntures da M. Invest seriam RPPS.

102. A Acusação também aponta que a GDC não poderia ter liberado os recursos captados na Oferta para a M. Invest, pois já havia ocorrido Evento de Vencimento Antecipado das debêntures, em função da não manutenção do Fundo de Liquidez, exigível a partir da primeira integralização de cota, conforme Cláusula 4.15.6. Em vista disso, a Cláusula 3.2.9 vedava a liberação dos recursos.

103. Assim, o conjunto de ações descritas acima teria sido praticado pela Positiva, intermediária líder da oferta das debêntures, e seu administrador, Luiz Abreu, pela M. Invest, emissora das debêntures, e seus administradores, Cyro Rodrigues e Lorival Rodrigues, e pela GDC, como agente fiduciário que liberou indevidamente recursos para a M. Invest.

104. Essas ações evidenciariam o objetivo de obter vantagens ilícitas para a M. Invest (através das debêntures) e para a Positiva (através da remuneração pela intermediação da Oferta) com recursos significativos captados de fundos administrados e geridos por empresas ligadas à Positiva, com a participação preponderante de cotistas RPPS.

105. A Acusação ressaltou que não havia qualquer independência dos atores chaves na operação, que teria sido orquestrada para beneficiar a M. Invest e a Positiva.

106. Portanto, a Acusação concluiu haver elementos robustos no sentido de que a Oferta teria sido utilizada com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para o seu intermediário líder, Positiva, e para a Emissora, M. Invest. A Oferta, com a intermediação da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Positiva e tendo a GDC como agente fiduciário, configurou-se, assim, em operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, conforme definido na alínea “c” do item II da ICVM nº 8/79.

107. Com relação à autoria, a Área Técnica atribui a responsabilidade pela infração a M. Invest e seus administradores Cyro Rodrigues, Lorival Rodrigues, ICLA, sucessora da Positiva, seu administrador, Luiz Abreu. Também relacionou a GDC entre os autores da suposta operação fraudulenta, mas, ao fim, acabou por não lhe imputar a infração.

Imputações

108. A tabela abaixo consolida as imputações realizadas pela SRE no PAS Emissão:

Tabela 2: Imputações feitas pela Acusação

ACUSADO	ACUSAÇÃO
GDC PARTNERS SERVIÇOS FIDUCIÁRIOS DTVM LTDA. Agente fiduciário na emissão das debêntures	art. 6º da Instrução CVM nº 28/1983 incisos I, V, IX e XVII do art. 12 da Instrução CVM nº 28/1983,
ORLA DTVM S.A. Agente fiduciário na emissão das debêntures	incisos I, V, IX e XVII do art. 12 da Instrução CVM nº 28/1983, incisos I, II e X do art. 11 da Instrução CVM nº 583/2016 art. 15 da Instrução CVM nº 583/2016
ICLA CONSULTORIA S.A. (sucessora de POSITIVA CCTVM LTDA.) Intermediário líder da emissão das debêntures	item II, letra “c” da Instrução CVM Nº 08/79, operação fraudulenta no MVM. incisos I e II do art. 11 da ICVM 476/2009,
LUIZ ABREU DE ABREU Administrador da Positiva	item II, letra “c” da Instrução CVM Nº 08/79, operação fraudulenta no MVM. incisos I e II do art. 11 da ICVM 476/2009,
M. INVEST PLANEJAMENTO E ADMINISTRAÇÃO DE SHOPPING CENTER LTDA. Emissora das Debêntures	item II, letra “c” da Instrução CVM Nº 08/79, operação fraudulenta no MVM. art. 10 da ICVM 476, não oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes aos investidores. incisos IV e VII do art. 17 da ICVM 476,
CYRO SANTIAGO RODRIGUES e LORIVAL RODRIGUES Administradores da M. Invest	item II, letra “c” da Instrução CVM Nº 08/79, operação fraudulenta no MVM. art. 10 da ICVM 476, não oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes aos investidores. incisos IV e VII do art. 17 da ICVM 476,

IV.2 DEFESAS

109. Devidamente intimados, Positiva (ICLA), Luiz Abreu, GDC e Orla apresentaram, tempestivamente, suas defesas. Com relação aos demais acusados, não foram apresentadas razões de defesa.



IV.2.1 Razões de Defesa - Positiva (ICLA) e Luiz Abreu

110. Apesar dos acusados não terem apresentado defesa conjunta, devido à similaridade das alegações, serão tratadas conjuntamente no presente tópico.

111. De início, a defesa da Positiva alega, em sede de preliminar, a nulidade do PAS. Nesse sentido, afirma que em momento algum teria sido requerida a manifestação prévia da Positiva ou de sua sucessora ICLA, que seria elemento fundamental a seu direito de defesa, conforme o disposto no art. 5º da ICVM 607.

Do Dever de Diligência (Positiva)

112. As defesas refutam a acusação de que a Positiva teria agido sem atenção ao seu dever fiduciário para com os seus clientes, em especial no que se refere ao dever de diligência.

113. Primeiramente, quanto à acusação de a Positiva de não ter feito análise dos documentos da Oferta, ou tê-la feito de forma superficial, menciona que, quando questionada pela CVM, a Positiva teria apresentado 78 anexos às correspondências enviadas com todos os esclarecimentos necessários.

114. Nesse sentido, busca demonstrar que, se a Positiva tinha toda a documentação analisada da Oferta e pode apresentá-la à CVM, não se poderia afirmar que a análise da oferta inexistiu, ou que teria sido feita de forma rasa e superficial.

115. A seguir, as defesas abordam os procedimentos adotados pela Positiva, como intermediária líder da Oferta, para assegurar que as informações prestadas pela Emissora eram verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes.

116. Sobre isso, primeiramente, diverge da Acusação, alegando que a Positiva, em verdade, teria realizado todas as diligências cabíveis. Para as defesas, a verificação mencionada no art. 11 da ICVM 476, não implicaria em auditoria ou retrabalho dos prestadores de serviços contratados pela Emissora. Sob tal prisma, o que se esperava é que o intermediário líder verificasse, de início, o cadastro do Emissora e quem são os prestadores de serviço contratados e sua reputação no mercado, o que teria ocorrido no caso concreto, segundo a defesa.

117. Para embasar sua tese, elenca e qualifica os prestadores de serviço da operação como líderes de mercado e com reconhecimento internacional. Assim, a Positiva, ao analisar esses prestadores, não teria criado qualquer embaraço, tampouco, sugerido ou exigido substituições.

118. Dessa forma, aponta que boa parte dos documentos relacionados a esses prestadores fora enviada pela Positiva (1134017). Entretanto, a Área Técnica considerou que os documentos encaminhados teriam sido produzidos a pedido da M. Invest e encaminhados à Positiva, concluindo que esta teria recebido os documentos de forma passiva e não evidenciarium qualquer relatório ou controle confeccionado pela Positiva. Porém, para as defesas, esta afirmação seria uma falha da Acusação, pois o que a Positiva remeteu à CVM teria sido aquilo que a CVM supostamente pediu.

119. O ofício (0877623) em questão teria solicitado que a Positiva descrevesse e apresentasse as evidências sobre os procedimentos adotados para assegurar a correção das informações, e ela



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

enviou a documentação supramencionada. Ou seja, a CVM não teria pedido, e a Positiva não enviou, os relatórios elaborados pela própria Positiva sobre sua análise de tais documentos. Com isso, anexa novos documentos que serviriam para atestar essa atuação da Positiva (1134020 e 1134021).

Conflito de Interesses (Positiva)

120. A defesa divide a alegação acerca do conflito de interesses em duas situações.

121. A primeira refere-se ao fato de que diversas instituições integrantes do Grupo NPF, do qual a Positiva fazia parte, teriam participado do processo de aquisição de Debêntures emitidas pela M. Invest para fundos de investimento por elas geridos/administrados. Situação essa que teria levado a SRE a entender que o fato de a Positiva ser a intermediária líder da oferta implicava em conflito com suas funções como contratada dos fundos, e com aquelas exercidas pelas demais integrantes do Grupo NPF.

122. Porém, elenca 3 (três) razões pelas quais o entendimento não se sustentaria, transcritas abaixo,

“(a) as funções exercidas pela Positiva nos citados fundos **NÃO** implicam qualquer conflito de interesses porque, como antes esclarecido, os interesses da Positiva, como intermediária líder, **NÃO SÃO contrários ou se sobrepõem àqueles dos fundos, de forma direta ou indireta;** com efeito, a Positiva atuava como custodiante, tarefa meramente administrativa, ou como distribuidora de cotas, tarefa relacionada ao passivo do fundo; assim, **a Positiva não tinha qualquer alçada sobre a decisão dos fundos em adquirir as Debêntures, que compete exclusivamente aos seus gestores;**

(b) as funções exercidas pela Icla, à época autorizada a realizar a administração de carteiras de valores mobiliários, eram de administração que, como é de sabença, não se confundem com aquelas de gestão, de forma que o administrador, também, **não tem qualquer alçada sobre a decisão dos fundos em adquirir as Debêntures, que compete exclusivamente aos seus gestores;**

(c) dos 04 (quatro) fundos, 02 (dois) tinham gestores não integrantes do Grupo NPF e, portanto, **sem existência de qualquer conflito de interesses.”**

123. Com relação aos fundos 2 fundos, nos quais o gestor era a MHFT afirma que a decisão de investimento seria do gestor do fundo, e não da Positiva. Ou seja, seria o gestor que decide se quer adquirir ativos para os fundos sob sua gestão.

124. Assim, quando a Positiva prospecta o mercado, ela convida qualquer investidor a participar da oferta dentro dos limites da ICVM 476, inclusive os gestores de fundo de investimento tais como, por exemplo, a MHFT e, caberia aos gestores analisarem a oferta e definir se o fato de a Positiva ser intermediária líder seria causa de conflito de interesses.

125. Em suma, a Positiva supostamente apenas apresenta a oferta ao mercado, dentro dos limites da ICVM 476, e aguarda que esse se manifeste, apresentando suas eventuais propostas de subscrição das Debêntures. Dessa forma, não há como ela informar ao mercado situações de conflito de interesse porque, quando da simples oferta, ou da *invitatio ad offerendum*, elas não existem. Afirma, ainda, que os conflitos de interesse só existirão, se for o caso, se e quando o investidor convidado a fazer a oferta se apresentar e a fizer.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

126. Além disso, aduz a defesa que, em relação ao caso concreto, não haveria que se falar em conflito, pois, conforme estipula o inciso II do art. 11 da ICVM 476, ele teria sido divulgado previamente, nos regulamentos do FI Sicília e FIM Oslo (1311792), cujo inciso VI do art. 8º contém disposição expressa permitindo operações dos fundos com contrapartes relacionadas ao gestor e ao administrador.

127. Com relação à segunda situação de alegado conflito de interesse, esse estaria denotado pelo fato de a M. Invest ser controlada por um fundo de que a Positiva e outras empresas do Grupo NPF eram prestadores de serviço.

128. Com efeito, narra a defesa que a M. Invest era controlada pelo FIP Atlantis que, à época da oferta era administrado pela Icla, gerido pela MHFT e tinha a Positiva como prestadora de serviços de custódia de valores mobiliários. Já os dois diretores da M. Invest seriam também os dois únicos cotistas do FIP Atlantis. Logo, a Positiva, ao assumir a função de intermediária líder da oferta das Debêntures emitidas pela M. Invest, estaria em conflito de interesses.

129. Nesse contexto, aduz que tanto FIP Atlantis quanto a Positiva têm o mesmo interesse de obter sucesso na distribuição das Debêntures, logo não haveria conflito de interesse algum. Sobre isso, argumenta que o conflito só pode ocorrer quando os interesses são conflitantes.

Inexistência de Operação Fraudulenta (Positiva)

130. Sobre a suposta operação fraudulenta, alega a defesa que não consta em nenhuma linha do Termo qualquer descrição de fato ou conduta (materialidade) ou análise de autoria que impute à Positiva a utilização de "ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros".

131. Não haveria descrição de conduta fraudulenta ou de avilte à alínea (c) do inciso II da ICVM 08 na descrição de materialidade e de autoria. Supostamente falhou-se quando se tentou fazer essa descrição no Termo de Acusação, pois não teria sido possível demonstrar as características ínsitas à fraude, em sentido jurídico.

132. Além disso, cita que os investigados em processos administrativos sancionadores detêm as mesmas garantias e prerrogativas atribuídas aos acusados em processos penais. Logo, para que a Positiva pudesse responder por prática de operação fraudulenta teria que ter sido comprovado no Termo que praticara ato "típico", "ilícito" e "culpável".

133. Nesse sentido, afirma que para ser possível a imputação de responsabilidade administrativa à Positiva, o Termo de Acusação supostamente deveria ter delimitado precisa e detalhadamente, no mínimo, (i) a conduta ilícita praticada; (ii) como e quando esta conduta teria sido praticada pela Positiva; e (iii) o nexos de causalidade entre esta conduta e o resultado danoso, ou "fraudulento". Além disso, a mera imputação não seria suficiente para responsabilizá-la, isto pois o tipo "fraude" exigiria mais do que o mero dolo, ou dolo eventual, mas sim um dolo específico dirigido para a obtenção de vantagem ilícita mediante ardil ou engano, aplicado contra terceiro de boa-fé. Entretanto, segundo a defesa, esse dolo específico sequer é mencionado no TA.



Estatuto da Positiva (Luiz Abreu)

134. Abordando agora razões de defesa apresentadas somente por Luiz Abreu, ele aduz inicialmente que a sua inclusão de Luiz Eduardo aos autos teria se dado em razão da possibilidade de responsabilização solidária do administrador do intermediário líder da oferta pelo descumprimento das obrigações impostas a essa instituição, e, quanto a isso, contrapõe o disposto no Estatuto da Positiva.

135. Nesse sentido, alega que, de acordo com o art. 11-A da Instrução CVM nº 476, a possibilidade de responsabilização do administrador da instituição líder da oferta dependeria das atividades estatutárias por ele exercidas, sendo imprescindível a estreita relação de causalidade entre a função desempenhada e responsabilidade a ele atribuída no estatuto.

136. Dessa forma, aduz que Luiz Eduardo não era o administrador da Positiva, para os efeitos de responsabilização atribuídos no PAS, pois, à época dos fatos, ele ocuparia, na verdade, o cargo de diretor presidente e, como tal, suas atribuições estariam vinculadas ao comando da organização geral dos negócios da companhia.

137. Acrescenta que o estatuto da Positiva atribuía as atividades ao diretor administrativo até 29.08.2017, quando então teria acabado com a respectiva denominação e mantido as funções para os “demais diretores”. Não obstante, desde 09.02.2017 haveria um diretor específico para ser o responsável pela distribuição de valores mobiliários.

138. Assim, conclui que os deveres determinados pelo art. 11 da ICVM 476 seriam responsabilidade de outros diretores, em especial quanto ao cumprimento das normas internas, do controle de risco e do contato com investidores e a distribuição de valores mobiliários.

Atos Regulares de Administração (Luiz Abreu)

139. Em seguida, alega a defesa que não haveria (i) qualquer comprovação de conduta específica e culposa por parte do acusado, tampouco (ii) qualquer reflexão sobre qual seria o fundamento fático jurídico para esta imputação de responsabilidade administrativa.

140. Nesse contexto, o direito administrativo sancionador brasileiro não reconheceria nenhum dos possíveis "fundamentos" para a o que seria uma "extensão" automática de responsabilidade administrativa ao diretor de uma sociedade empresária. Quando um diretor de uma pessoa jurídica age dentro dos limites das funções para as quais foi nomeado, ele supostamente atua como órgão da sociedade, ou seja, como parte integrante da estrutura necessária para manifestação da vontade social expressa nos atos constitutivos da sociedade titular de empresa. A vontade que se manifesta por meio dos atos da administração seria a vontade da sociedade, não a do próprio administrador.

141. Adiciona, ainda, que o diretor presidente da intermediária líder não pode ser punido única e exclusivamente, por ter estado no exercício das funções de presidente. Isto pois, segundo a defesa, aceitar que um diretor presidente, órgão da estrutura da sociedade, poderia vir a ser punido porque seria um "centro de imputação" de responsabilidade é fazer do ocupante do cargo do diretor



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

um alvo, um responsável à procura de uma condenação, o que violaria frontalmente os princípios da legalidade, da presunção de inocência e da razoabilidade.

V.2.2 Razões de Defesa GDC

Destinação dos recursos da oferta e seu reporte nos relatórios anuais

142. A defesa trata inicialmente da suposta falha no acompanhamento da destinação dos recursos captados pela Emissora e na ausência inclusão de tais informações nos relatórios anuais do agente fiduciário relativos aos exercícios de 2015 e 2016.

143. De início, cita o artigo 12, XVII, “g” da ICVM 28 que indicaria ser dever do agente fiduciário o “acompanhamento da destinação dos recursos captados através da emissão de debêntures, de acordo com os dados obtidos junto aos administradores da companhia emissora”.

144. Alega que o comando contido na previsão regulamentar daria especial relevo às informações prestadas pela administração da Emissora, a quem supostamente cabe fazer uso desses recursos e reportá-lo ao agente fiduciário, para que este verifique a adequação dos gastos aos fins previstos na Escritura. Inclusive os itens 3 e 6.1 da Escritura trariam disposição nesse sentido.

145. Contudo, a Emissora não teria cumprido com suas obrigações legais e contratuais no sentido de apresentar tempestivamente suas demonstrações financeiras ao agente fiduciário, não tendo as demonstrações de 2015 e 2016 sido elaboradas pela M. Invest no prazo de adequado, como seria seu dever. Por isso, o agente fiduciário não pôde inserir tais informações em seu relatório anual, como determinado pelo art. 12, XVIII da ICVM 28.

146. Nesse contexto, segundo a defesa, mesmo a Área Técnica tendo reconhecido essa violação pela Emissora, ainda assim, concluiu que não teria havido esforço por parte da GDC em obter as referidas informações junto à M. Invest.

147. Além disso, tratando do relatório anual de 2016, alega a defendente que o dever jurídico de apresentar o relatório anual nasce ao fim do exercício, para o agente fiduciário que estiver atuando em tal função. Dessa forma, como a GDC teria sido substituído em 05.09.2016, e não seria a responsável por essa entrega, apesar de, por excesso de zelo, ter apresentado em abril de 2017 um relatório parcial.

148. Por fim, tratando do uso dos recursos da emissão, afirma que nem mesmo ao responder ao ofício da CVM, em abril de 2019, a Emissora teria sido capaz de identificar ou comprovar concretamente como os utilizou, limitando-se a mencionar, no item “n” de sua resposta, que cumpriu o disposto na Escritura (0877647). Por sua vez, a GDC não teria recebido qualquer informação acerca desse uso, não obstante ter diligenciado para receber as demonstrações financeiras e dados necessários à verificação de aderência à Escritura, que seriam inseridas no seu Relatório anual (1134060, Anexo 2).

149. Acrescenta que a GDC teria comunicado ao coordenador líder e aos debenturistas, o descumprimento da Emissora, antes mesmo do Relatório Anual de 2015.



Verificação, no momento de aceitar a função, da veracidade das informações

150. Segundo a defesa, para se chegar às mais de cem revisões da Escritura, trabalho executado entre os dias 08 e 13 de abril de 2015, por certo que teria ocorrido um exame atento do documento, tendo a GDC apontado falhas, quer de ortografia, quer de conteúdo, de remissões, ou ainda relativas a dados cadastrais. Isto evidenciaria que a revisão da Escritura teria sido efetiva e atendido ao fim previsto na legislação, não podendo ser considerada superficial ou mera formalidade.

151. Sobre o contrato de custódia, a SRE pretenderia discutir o mérito das revisões efetuadas pela GDC, menosprezando aspectos como a data de vigência contratual, sem dúvida relevante, além de omitir que o contrato seguia o padrão adotado por mais de uma instituição financeira. Assim, a acusação teria apenas criticado abstratamente o trabalho, mas não indicado uma falha objetiva na atuação da GDC.

152. Sobre o contrato de alienação fiduciária, aduz que no documento em questão não haveria falhas substanciais a serem corrigidas, mas esse exame não poderia deixar de ser feito para que se alcançasse essa conclusão. Para além, argumenta que a GDC teria procedido criterioso exame do assunto e diligenciado, ainda, para a devida formalização da garantia em favor dos debenturistas, solicitando a averbação do gravame junto aos registros de cotistas.

153. Sobre os documentos verificados da Emissora e seus diretores e sócios, seriam básicos, como a Acusação afirma, mas ao mesmo tempo essenciais em qualquer negócio jurídico, pois tratam de confirmar identidades e poderes de representação das partes contratantes. Nesse sentido, a Acusação teria colocado em dúvida a verificação feita, mas não apontado defeitos na autenticidade dos documentos. Da mesma forma, o laudo de avaliação dos imóveis e ativos da Emissora, feito por empresa de consultoria internacional, que formavam o lastro financeiro da Emissão, é um documento essencial, que foi devidamente considerado pela GDC em sua análise e avaliação da capacidade financeira da Emissora e que não teria cabimento ser refeito.

154. Acerca do registro da alienação fiduciária, alega ter examinado o regulamento do FIP Atlantis e o documento comprobatório do extrato de cotas de titularidade de Cyro Rodrigues, que teriam sido alienadas fiduciariamente em favor dos debenturistas. Menciona, ainda, a revisão do instrumento de alienação fiduciária de cotas do FIP Atlantis comprovada na troca de mensagens eletrônicas que elenca em seguida (1134053, pág. 26).

155. Por fim, anexa troca de mensagens com a Emissora e seus assessores, que não teria juntado à sua manifestação prévia. (1134060, anexo 8).

156. Em relação à afirmação da Acusação de que não teriam sido feitas pesquisas para verificar se a Emissora respondia por ações judiciais, a defesa alega que essa verificação teria sido realizada na due diligence levada a cabo pelo escritório de advocacia contratado pela Emissora, que examinou juridicamente a situação da Emissora, das sociedades por ela controladas e dos seus imóveis, incluindo a pesquisa de certidões negativas, e que não seria razoável a GDC refazer este trabalho.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

157. Já quanto à afirmação da Acusação de que a GDC não teria verificado os ativos e os valores que se encontravam na carteira do FIP Atlantis, cujas cotas foram alienadas fiduciariamente, a defesa alega que esta carteira era integrada pela totalidade das ações de emissão da M. Invest, que foi objeto de avaliação por empresa de consultoria, e, além disso, a posição da carteira era regularmente arquivada perante a CVM, como todas as carteiras mensais de FIPs,

158. Por fim, ressalta que o agente fiduciário pode e deve tomar suas decisões considerando entendimentos de terceiros especializados, o que não o exime de analisar criticamente as informações fornecidas e de aprofundar suas análises, caso seja detectado algum sinal de alerta. Aponta, também, que a Oferta foi direcionada a investidores profissionais, com elevada capacidade de decidir sobre seus investimentos, sem a necessidade da tutela requerida para investidores de varejo.

Permanência no exercício de suas funções até sua efetiva substituição como agente fiduciário

159. A SRE teria procurado criar um motivo e um contexto para concluir que a GDC teria deixado de atuar como agente fiduciário da Emissão após ter sua renúncia registrada na AGD de 27.04.2016, em suposta violação ao art. 6º da ICVM 28.

160. Segundo a defesa, essa conclusão parte de interpretações enviesadas das informações prestadas na manifestação prévia da GDC e de uma declaração que seria absolutamente improcedente da Orla, de que a Positiva estaria atuando como agente fiduciário após a renúncia da GDC, até 05.09.2016, quando veio a ser formalizada a nomeação da Orla para substituir efetivamente a GDC.

161. Ressalta que a GDC renunciou e, conforme deliberação dos debenturistas, foi substituída pela Incentivo DTVM em 27.04.2016, mas não teria deixado de atuar imediatamente após a renúncia.

162. Nesse contexto, alega a defesa que com a sua renúncia e aprovação de um substituto para exercer as funções de agente fiduciário, a GDC teria entendido que estaria se iniciando um breve período de transição, a ser concluído com a formalização do novo agente por meio da celebração de termo aditivo à Escritura, da qual supostamente se supôs que seria efetivado pela Emissora em prazo “razoável”, não superior a trinta dias. Contudo, narra que houve total inação da Emissora em levar a cabo a nomeação do novo agente fiduciário, postergando deliberadamente o registro da referida ata na Junta Comercial competente por cerca de seis meses, sem que se soubesse sua real motivação.

163. Ao perceber essa demora imotivada, a GDC teria questionado, em diversas ocasiões, a M. Invest quanto ao registro dos documentos (1134060, anexo 10), sem ter obtido um posicionamento. Apenas em 13.06.2015, Lorival, Presidente da M. Invest, teria respondido que o registro da AGD 27.04.2015 formalizando a saída da GDC estava sendo providenciado (ocorrido apenas em novembro de 2016), conforme anexa à defesa (1134053, pág. 39).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

164. Acrescenta que não possuiria qualquer valor probatório a declaração da Orla de que a Positiva teria atuado como agente fiduciário “informal” no lugar da GDC, no interregno entre as assembleias de debenturistas de 27.04 e 05.09 de 2016.

Verificação da regularidade da constituição das garantias previstas na Escritura, bem como o valor dos bens dados em garantia, observando sua suficiência e exequibilidade

165. Destaca, aqui, a notificação enviada pela GDC à M. Invest (1134060, anexo 5), questionando-a quanto às garantias não constituídas nos termos da Escritura. Toda esta análise teria sido realizada em conjunto com diversos contatos entre as partes relacionadas e os escritórios especializados que os assessoravam, através de ligações telefônicas e e-mails (1134068, anexo 08). Registros estes que, em conjunto com os demais documentos já enviados, comprovariam a efetiva diligência e análise da documentação realizada pela GDC.

166. Além disso, remete aos argumentos elencados nos §§ 150 a 154.

167. Sobre o valor das cotas de Cyro Rodrigues alienadas fiduciariamente em favor dos debenturistas, a defesa afirma a GDC acompanhava mensalmente o valor apontado pelo administrador do fundo para esses ativos, e que tais extratos foram apresentados para a CVM no Anexo H da Resposta GDC.

Proteção dos Direitos e Interesses dos Debenturistas e emprego de cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens

168. Aborda, aqui, a questão da liberação de recursos da Emissão. Cita que a Cláusula 3.2 da Escritura definiu algumas condicionantes para que o agente fiduciário autorizasse a movimentação dos valores captados, da conta de depósito vinculada para uma conta de livre movimentação pela Emissora, assim como quais seriam essas condicionantes.

169. Nesse contexto, segundo a defesa, a única dessas condicionantes descumprida pela Emissora teria sido acerca da constituição do fundo de liquidez, situação devidamente informada pelo agente fiduciário e objeto dos waivers de todos os debenturistas, que autorizaram expressamente a GDC a liberar os recursos, indicando a necessidade da M. Invest em acessar esses valores de imediato.

170. Assim, como estaria atestado o pleno conhecimento e anuência dos debenturistas acerca deste ponto, não haveria que se falar em violação ao disposto no art. 12, I da ICVM por não ter atuado “*com a boa fé, transparência, lealdade com os titulares das debêntures*”.

V.2.3 Razões de Defesa Orla

171. A primeira acusação feita a Orla abordada pela defesa trata da suposta não verificação, no momento de aceitar a função de agente fiduciário dos debenturistas, da veracidade das informações contidas na Escritura de Emissão, em infração ao art. 12, V, da ICVM nº 28/83.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

172. Alega a defesa que o dispositivo não é taxativo no sentido de indicar como deve ser feita a verificação da veracidade das informações contidas na Escritura, e nem exige expressamente a elaboração de relatório que comprove a realização da verificação.

173. No caso, ao aceitar a função de agente fiduciário na operação, a Orla teria analisado uma extensa lista de documentos (0877648) e, como a norma vigente à época não especificaria expressamente como a verificação deveria ser feita e, até então jamais houver qualquer “red flag” que pudesse sugerir qualquer irregularidade na Emissão, a defesa considerou então que a análise dos documentos que recebera estaria adequada.

174. No que tange a suposta falha na divulgação ou elaboração dos relatórios anuais, argumenta-se que o Relatório Anual referente ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016 não fora elaborado pela Orla pois já teria sido elaborado pela GDC (0877671).

175. Com relação ao Relatório Anual de 2017, a defesa busca esclarecer que apesar das inúmeras dificuldades na obtenção das informações em razão da inércia da Emissora, ainda assim, conseguiu elaborá-lo e divulgá-lo (1134068, anexo 2), deixando nele expresso que a M. Invest não havia divulgado todas as informações exigidas pela regulamentação.

176. Inclusive, sobre esse último ponto, ressalta que a Orla supostamente buscou essas informações por meio de notificação extrajudicial (1134068, anexo 3) e consignando em atas das assembleias gerais dos debenturistas (0879492). Nesse sentido, não seria razoável da Área Técnica desconsiderar os manifestos esforços da Orla.

177. No que concerne a Orla ter verificado a regularidade da constituição das garantias previstas na Escritura de Emissão e dos bens dados em garantias, novamente, aborda a tese de que os dispositivos em questão (art. 12, IX, da ICVM 28, e o art. 11, X, da ICVM 583) não abordam expressamente sobre como devem ser feitas essas verificações. Sob tal prisma, à época dos fatos, a Orla concluiu que a forma adequada de realizar essas tarefas seria solicitando o Memorando já disposto nos autos (0879563) por escritório de advocacia com diversos documentos fundamentais para a compreensão da operação.

178. Assim, a abertura normativa vigente à época permitiria que a Orla legitimamente acreditasse que as referidas verificações poderiam ser feitas por escritórios de advocacia.

179. Diante do que expôs, conclui, em paralelo, por não haver descumprimento do dever de diligência por parte da Orla para com os debenturistas.

IV.3 MANIFESTAÇÃO TÉCNICA COMPLEMENTAR

180. Em 04.12.2034, a SRE apresentou manifestação complementar³⁵ ("Memorando 112") em relação as defesas apresentadas pela GDC, Positiva (ICLA), Luiz Abreu e pela Orla.

a. Positiva

Nulidade do PAS

³⁴ Memorando 112 (doc. X).

³⁵ Doc. 1153821



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

181. Sobre a alegação da Positiva de que o TA teria sido baseado em matérias jornalísticas, a SRE aponta que apenas fez menção a notícias no Item IV da acusação, sendo que foi a própria Positiva, em sua defesa, que se utiliza de fotos e notícias em jornais³⁶ para defender uma suposta "estirpe financeira" da M. Invest.

182. Em segundo lugar, a Positiva alega em sua defesa uma suposta nulidade da acusação, uma vez que não tinha conhecimento de que os pedidos de esclarecimentos feitos à Positiva e posteriormente à ICLA ensejariam imputações pelo exercício regular de intermediário líder na oferta de debêntures. Além disso, não houve qualquer pedido de manifestação prévia, em violação ao artigo 5º da ICVM 607.

183. Contudo, aponta a SRE que a defesa parte de uma compreensão errada acerca das exigências contidas na ICVM 607. Em primeiro lugar, não há a previsão de uma "defesa prévia", mas apenas a possibilidade de o investigado apresentar informações e esclarecimentos sobre os fatos sob apuração. E é justamente neste contexto que as superintendências atuam. As imputações são feitas a partir dos novos fatos fornecidos no contexto da investigação, não havendo qualquer exigência na ICVM 607 de que as superintendências informem aos investigados as possíveis imputações que lhe poderão ser feitas.

184. Quanto à alegação de que a Positiva não foi notificada ou chamada a se manifestar acerca dos fatos que poderiam lhe ser imputados, a SRE indica o Ofício nº 143/2017/CVM/SRE/GER-3 e o Ofício nº 63/2019/CVM/SRE/GER-3 foram encaminhados a ela, servindo como base para parte das acusações feitas no TA. Portanto, não haveria qualquer vício formal no presente PAS.

Dever de diligência

185. Em terceiro lugar, a Positiva apresentou diversos documentos em sua defesa que supostamente comprovariam sua atuação no sentido de demonstrar que as informações prestadas pela Emissora eram verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, sendo o mais proeminente, a Nota Técnica, contendo uma análise da Positiva em relação aos documentos apresentados pela M. Invest. Segundo a Positiva, a Nota Técnica "(1) reviu o cadastro do Emissor preparado pela área de cadastro do Grupo NPF; (2) confirmou a autenticidade dos documentos; (3) confirmou se os signatários possuíam as autorizações e os registros profissionais requeridos para emitir os documentos; (4) verificou a reputação dos signatários dos documentos; (5) avaliou criticamente cada um dos documentos citados (produzidos por terceiros), buscando aderência à sua percepção de mercado e eventuais contradições ou omissões relevantes; (6) após as análises individuais de cada um dos trabalhos desenvolvidos pelas empresas especializadas, também foi feita uma análise do conjunto dos documentos e dada uma opinião sobre o alcance dos objetivos propostos com a emissão".

186. Sobre a Nota Técnica, a SRE aponta que:

³⁶ 03 docs.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- a. A Positiva indica ter feito uma análise da reputação das empresas que forneceram os documentos da M. Invest, contudo, não fez qualquer estudo acerca da reputação da própria Emissora e seus diretores, o que provavelmente corroboraria para a não realização da oferta de debêntures; e
 - b. A informação de que a M. Invest é controlada do M. Grupo é inverídica, sendo que o próprio organograma contido na Nota Técnica demonstra que ela é de fato controlada pelo FIP Atlantis.
187. Em relação aos demais documentos apresentados na defesa, a SRE destacou os seguintes documentos descritos abaixo.
188. Em relação à Análise Preliminar (1134022), se extrairia que ela mesma avaliava a M. Invest e o M. Grupo como empresas de alto risco de endividamento e inadimplência:
- a. Devido a consolidação das empresas do grupo na Mpar, os índices de capital de giro diminuíram, porém o saldo de tesouraria continua negativo, o que indica que a companhia não possui recursos suficientes de longo prazo para financiar a necessidade de capital de giro;
 - b. Salvo a Gafisa, as demais concorrentes e a própria M.Grupo apresentam, segundo a relação Dívida líquida/Ebitda, alto risco de inadimplência e endividamento;
 - c. Quanto a relação Dívida líquida/PL, o M.Grupo apresenta a situação mais preocupante, pois sua Dívida Líquida muito é maior que o PL frente às outras empresas do setor, assim necessitando de capital de terceiros para cobrir esta dívida;
 - d. a estrutura de capital do M.Grupo apresenta alto risco de inadimplência e alto nível de endividamento o que, em uma primeira análise, parece ser um aspecto comum das demais empresas do setor".
189. Já na Proposta de Operação, elaborada pela NSG Capital, é apresentado um custo estimado de 2% do total captado tanto para a estruturação, como para a distribuição da oferta, além da apresentação de nota mínima de rating A-. feita pela empresa de rating. Contudo, conforme aponta a Área Técnica, o custo do contrato de estruturação foi de 2.5% do valor total bruto capitado pela emissão e o do contrato de distribuição foi de 9% sobre o valor nominal de cada subscrição. Segundo a SRE, o custo efetivamente cobrado pelas empresas do Grupo NPF para estruturar e distribuir a oferta de debêntures teria sido muito mais elevado do que o apresentado.
190. Em relação à análise cadastral da M. Invest, também realizada pela NSG Capital, a SRE destacou as seguintes informações:
- a. Apareceram 3 pendências bancárias e uma anotação no SPC na consulta Serasa realizada em nome de Lorival Rodrigues, um dos controladores indiretos da M. Invest;
 - b. O “Relatório de Comportamento em Negócios” emitido em 01.10.2014 pela Serasa Experian, em relação à M. Invest, indica uma pontuação de 102, com probabilidade média de inadimplência de 22,5% e uma anotação negativa em nome de Cyro Santiago Rodrigues;
 - c. O formulário “Avaliação do Cliente” não teria sido preenchido corretamente e estaria incompleto, com diversas perguntas não respondidas.
191. Apesar disso, não teria sido apresentado qualquer esclarecimento acerca das informações apresentadas no parágrafo acima. Além disso, supostamente não faz qualquer menção em relação à própria Positiva ter avaliado a M. Invest como com alto risco de inadimplência (§ 192) e a possibilidade média de inadimplência de 22,5% indicado pelo Serasa Experian, o que demonstra clara inconsistência em relação à nota A- dada pela empresa de rating que, coincidentemente, é a nota mínima prevista na proposta de estruturação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

192. A SRE aponta, também, que no momento de elaboração da Nota Técnica já existiam fatos relevantes e públicos que corroborariam para a situação financeira da M. Invest. Isto porque, já havia sido deliberado o vencimento antecipado dos CRIs do M. Grupo e noticiado o atraso de obras de empresas ligadas ao grupo desde 2014. Além disso, conforme documentos contidos na defesa, a Positiva apenas entregou aos potenciais investidores da emissão um kit básico, que continha uma apresentação da M. Invest, a Escritura de Debêntures, o Relatório de Valuation da Ernest Young, o Relatório da LF Rating e o Balanço Patrimonial da M. Invest auditado, não informando aos potenciais investidores o risco de inadimplemento e endividamento identificado anteriormente pela própria Positiva.

193. Diante disso, a SRE entendeu, mesmo diante dos documentos trazidos pela defesa da Positiva, que o intermediário líder não agiu conforme os padrões de diligência esperados para garantir que as informações prestadas pela Emissora sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, em descumprimento ao inciso I, do artigo 11, da ICVM 476.

Conflito de interesse

194. Segundo a Acusação, “*o intermediário tem a obrigação de divulgar todos os conflitos de interesse, que poderão ou não ocorrer*”, nos termos do inciso II, do art. 11, da ICVM 476, que dispõe que o intermediário líder deve divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores. Tanto a atuação como emissor e intermediário e intermediário e comprador em uma oferta são ensejadoras de conflito de interesses e deveriam ser divulgadas aos investidores.

195. Na hipótese dos autos, o conflito de interesses deveria ter sido ao menos comunicado aos investidores, em razão da presença de empresas do Grupo NPF, o mesmo do intermediário líder, tanto na ponta compradora como na vendedora.

196. Nesse contexto, a defesa afirma na alínea “c”, § 114, que quatro fundos que adquiriram debêntures da M. Invest, apenas dois possuíam gestores que não integravam o Grupo NPF. Segundo a SRE, por exclusão, a própria defesa admite conflito de interesse em relação aos outros dois fundos. Em relação à afirmação da defesa de que os gestores atuam de forma totalmente segregada das outras atividades exercidas pelo mesmo grupo empresarial, a Área Técnica aduz que isso não ocorreu no caso, devido a atuação simultânea de Luiz Abreu.

Operação Fraudulenta

197. A defesa alega que a acusação de operação fraudulenta não passa de uma elucubração, de modo a tentar caracterizar forçadamente o tipo jurídico ‘fraude’, mesmo diante da ausência de documentação fraudada ou documentos falsos que pudessem levar investidores a erro. A Área Técnica, contudo, sustenta que a caracterização de operação fraudulenta independe da existência de documentos fraudados em si, mas da utilização de “ardil ou artifício destinado a induzir terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros”, conforme a alínea “c”, inciso II, da ICVM 8. Para comprovar a alegação, a SRE apresentou uma lista de fatos sintetizados abaixo:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- a. O patrimônio do FIP Atlantis aumentou significativamente de forma artificial, passando de R\$ 49.967.289,46 em março de 2015 para R\$ 470.737.440,83 em junho de 2015, sem aporte financeiro adicional, devido ao aumento contábil do patrimônio líquido da M. Invest.;
- b. A Positiva tinha conhecimento das dificuldades financeiras da M.Grupo e da M. Invest, mas não informou aos investidores, apresentando relatórios de rating enganosos, o que não condizia com a realidade dos riscos de inadimplência;
- c. Antes da oferta de debêntures da M. Invest, já havia informações públicas sobre as dificuldades financeiras do M.Grupo e da M. Invest, que foram ignoradas pela Positiva ao iniciar a oferta sem informar as questões financeiras;
- d. A não divulgação de conflitos de interesses foi utilizada para enganar investidores e o mercado;
- e. As assembleias gerais de debenturistas da M. Invest alteraram termos das debêntures, desrespeitando cláusulas da escritura original, com participação de empresas do mesmo grupo;
- f. A Positiva aceitou subscrições de debêntures com ativos, violando cláusula da Escritura;
- g. Subscrições de debêntures com ativos foram autorizadas antes de alterações na escritura, inflando artificialmente o número de subscritores;
- h. A aceitação de integralização com ativos inflou artificialmente o sucesso da oferta de debêntures da M. Invest, que na realidade não captou recursos suficientes;
- i. Mesmo com problemas financeiros, a Positiva continuou ofertando MNV11 a taxas de juros inalteradas;
- j. Fundos de investimento ligados à Positiva facilitaram a participação indireta de Fundos de Pensão RPPS em uma oferta, essencial para completar uma operação considerada fraudulenta;
- k. A MHFT, Icla e Positiva estariam envolvidas no Fundo Sicília, que tinha uma predominância de cotistas RPPS (fls. 18 e 19 do doc. 0879763 e fl. 8 do 0877359).
- l. O Fundo Oslo, administrado pela Icla e gerido pela MHFT, comprou MNV11 com recursos de cotistas RPPS, especificamente do FPS de Crato/CE e do Instituto de Previdência de Japeri;
- m. PPS eram os principais cotistas dos fundos que adquiriam debêntures da M. Invest, e que esses aportes eram feitos justamente para possibilitar a compra das debêntures;
- n. A Positiva, parte do Grupo NPF, tinha influência sobre a MHFT e a Icla e prestava serviços diversos a fundos como Sicília, Oslo, BRS PROFIT FI RF CP e BRS IPCA INSTITUCIONAL FI RF CP, exercendo funções como escrituração de cotas e custódia de valores mobiliários, além de representar legalmente esses fundos em várias subscrições de debêntures;
- o. A Positiva conseguiu que os fundos Sicília, Oslo, BRS PROFIT e BRS IPCA INSTITUCIONAL atuassem em seu interesse e da M. Invest, apresentando cartas de *waivers* e votando favoravelmente em assembleias de debenturistas para repactuação de debêntures e evitando o vencimento antecipado em diversas ocasiões;
- p. A influência da Positiva em relação à obtenção dos *waivers* em relação aos descumprimentos da Escritura é confirmada pela GDC (1134053, §200), o que demonstraria a sua participação na indevida liberação de recursos autorizada pela GDC de forma contrária ao previsto na Cláusula 3.2.9 da Escritura;
- q. Segundo informações prestadas pela Orla (0877648), o controle da movimentação da conta de depósito, prevista na Cláusula 3.2 da Escritura, deveria ser realizado pelo Agente Fiduciário, na prática era indevidamente exercido pela Positiva;
- r. Apenas fundos de investimentos subscreveram as debêntures em moeda corrente nacional no valor total de R\$ 62.928.088,89. Todos os demais subscritores das debêntures já eram credores do M.Grupo e as subscreveram com seus créditos, inclusive empresas ligadas ao M.Grupo, que foi a maior subscritora de debêntures na oferta da M. Invest;
- s. As subscrições dos fundos de investimento totalizaram R\$ 68.429.114,80, cerca de 15% do valor total da oferta, mas 100% das subscrições em moeda corrente. As subscrições de fundos de investimento ficaram concentradas nos Fundos Sicília e BRS PROFIT FI RF CP, fundos administrados pela Icla, para os quais a Positiva prestava serviços de escrituração de cotas, custódia de valores mobiliário e distribuidora de cotas e que tiveram os Boletins de Subscrição firmados pela Icla;
- t. Não há qualquer evidência de que os RPPS, cotistas dos fundos debenturistas da M. Invest, receberam informações sobre os riscos das debêntures, da real situação do M.Grupo ou que participaram das decisões sobre a concessão de *waivers*, repactuação das debêntures ou não declaração de vencimento antecipado.

198. Já em relação às vantagens patrimoniais aferidas pela Positiva, destacou-se as seguintes:

- "a. A Icla se beneficiava de uma taxa de administração de 0,3825% a.a. do FIP Atlantis, que teve o patrimônio líquido artificialmente inflado entre março e junho de 2015 (fl. 24 do doc. 0877359), além do pagamento dos serviços de gestão da carteira para a MHFT;
- b. A Icla também se beneficiava das taxas de administração dos fundos estruturados para viabilizar a participação de RPPS na oferta da M. Invest. A Icla era administradora dos Fundos Sicília, Oslo e BRS PROFIT FI RF CP e a MHFT recebia pelos serviços de gestão da carteira dos Fundos Sicília e Oslo;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

c. A Icla, só nos anos de 2015 e 2016, recebeu R\$ 3,171 milhões do FIP Atlantis e R\$ 486 mil do Fundo Sicília (fl. 25 do doc. 0877359);

d. O custo do contrato de estruturação (doc. 0879898), firmado pela GSNB Investimentos S.A., pela Positiva e outras empresas ligadas e assinado pelo Sr. Luiz Abreu de Abreu, foi de 2,5% do valor total bruto captado na operação. O custo da estruturação na proposta original da operação foi de 2% do valor captado (fl. 5 do doc. 1134023);

e. O custo do contrato de distribuição (doc. 0879899) firmado pela Positiva e assinado pelo Sr. Luiz Abreu de Abreu foi de 9% por cento sobre o valor nominal de cada subscrição, 4,5 vezes maior do que o custo da proposta original (fl. 5 do doc. 1134023);

f. O custo da estruturação e da distribuição representaram, portanto, 11,5% do valor total captado, que foi de R\$ 463.187.715,07 (doc. 1134029) já inflado pelas subscrições feitas em ativos".

199. Segundo a Acusação, o percentual de 11,5% do custo de estruturação e distribuição, descrito no item f), acima, ficou muito acima do percentual presente na Proposta de Operação e no custo médio do mercado³⁷, revelando claro conflito de interesses. Nas palavras da Área Técnica "[...] a operação de venda de debêntures da M. Invest não foi uma operação lícita ocorrida no mercado de valores mobiliários. Apesar do cumprimento aparente de alguns dispositivos da Instrução CVM nº 476/2009, referida operação foi um simulacro ou artifício criado pela M. Invest e pela Positiva (com empresas do Grupo NPF) e seus administradores, com a participação de outras empresas, como a GDC, para iludir investidores, especialmente os RPPS cotistas dos fundos de investimento que subscreveram R\$ 68.429.114,80 em debêntures da M. Invest e foram os únicos que subscreveram debêntures em moeda corrente nacional".

b. Luiz Abreu, GDC e Orla

200. Em relação aos acusados acima elencados, a Área Técnica remeteu ao que já havia descrito no TA e manteve as acusações.

IV.4 RESPOSTAS À MANIFESTAÇÃO TÉCNICA

IV.4.1 GDC Partners

201. De início, como considerações iniciais, aduz a defesa que a área técnica, novamente, estaria descartando todo o conjunto probatório elencado pela acusada e que a SRE busca inverter o ônus de provar efetivamente as imputações.

202. No que concerne a destinação dos recursos captados por meio da Oferta, rebate a manifestação técnica sobre não ter provado qualquer atitude efetiva para acompanhar esse fluxo, remetendo as razões já expostas em sede da primeira defesa (v. §146-154 deste Relatório).

203. Além disso, trouxe novas correspondências eletrônicas (1300116, págs. 21-24), que corroborariam suas tentativas de obter da Emissora suas Demonstrações Financeiras e atas de assembleias pertinentes ao exercício de 2015, justamente para que o Relatório Anual pudesse conter as informações sobre o fluxo dos recursos mencionada.

204. Adicionalmente, ainda sobre a destinação dos recursos, junta aos autos mais um correio eletrônico no qual encaminha à Emissora uma minuta do Relatório Anual com pontos em destaque (1300116, pág. 26), para que ela pudesse, se desejasse, apresentar suas considerações até o dia seguinte, antes da publicação do documento, inclusive quanto à falta de apresentação de suas

³⁷ Entre 2,5% e 3,9%, calculado pela B3 e Deloitte.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Demonstrações Financeiras e à questão de destinação dos recursos, que não foi respondida pela Emissora.

205. No que concerne a suficiência das garantias, novamente, remete a defesa quando tratou do mesmo assunto (v. §§ 165-167).

206. Passa a tratar, em seguida, da verificação da veracidade das informações da Escritura, afirmando que a manifestação complementar da SRE continua adotando uma postura de negação geral, sem, contudo, identificar falhas concretas ou omissões efetivas por parte da GDC. Isto pois, embora a Manifestação Complementar afirme que não foram encaminhadas evidências ou documentos que comprovassem as devidas verificações de veracidade, a GDC já teria rebatido essa imputação na defesa (v. §§ 150-158).

207. Portanto, a afirmativa de que o agente não teria verificado todas as informações disponibilizadas na escritura seria infundada. Esclarece que o direito de se valer de opiniões técnicas especializadas de terceiros indicado não seria sinônimo de deixar de analisar diretamente o assunto, tampouco seria isso o afirmado pela defesa. Na verdade, o que a defesa afirmou foi que a GDC, após fazer seu exame interno e formar seu juízo de valor, analisando todo o conjunto de informações (públicas e recebidas) sobre o teor da Escritura e as garantias ali previstas, não verificou qualquer sinal efetivo de algum ponto dessas análises técnicas que devesse ser aprofundado.

208. Acerca da permanência da GDC no exercício das funções até 05.09.2016, estaria ocorrendo uma inversão do ônus de prova, por se afirmar que a GDC é quem deveria provar que permaneceu no exercício de suas funções entre a renúncia na AGD de 27.04.2016 e sua substituição formal por outro agente fiduciário. Para além, remete aos argumentos já elencados na defesa anterior (v. §§ 159-164).

209. Registra, ainda sobre esse último tópico, que a GDC não teria sido convidada em nenhum momento a participar formalmente do processo de sua substituição pela Orla após sua renúncia, especialmente considerando que já haveria sido formalizada na AGD de 27.04.2016 a sua substituição por Incentivo e Limine, restando apenas o registro da ata pela Emissora, o que supostamente foi alterado em nova AGD, com a indicação da Orla, em 05.09.2016.

210. Sobre a regularidade da constituição das garantias, alega, em suma, que, embora tenha comprovado a sua diligência em sede da primeira defesa (v. §§ 165-167), toda a argumentação e provas elencadas estariam sendo ignoradas pela Área Técnica que insiste na imputação.

211. Nesse sentido, apesar de a Acusação reconhecer que o Relatório Anual tratou da situação de todas as garantias da emissão, inclusive aquelas não constituídas tempestivamente pela Emissora, manteve o entendimento de que a GDC não teria cumprido seu dever fiduciário. Cita, porém, a Cláusula 4.15.3 da Escritura que esclareceria esse ponto, pois nela haveria uma previsão temporal para a substituição das Garantias Preliminares pelas Garantias Definitivas da Emissão, as quais seriam devidas 150 dias após o encerramento da oferta pública, ocorrido em 30.08.2018, muito após a substituição da GDC como agente fiduciário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

212. Por fim, como último tópico tratado pela resposta à manifestação complementar, têm-se a proteção dos interesses dos debenturistas e liberação de recursos. Busca justificar a liberação dos recursos à M. Invest com base na autorização concedida pelos debenturistas por meio da emissão de *waivers* sobre o assunto.

213. Esses *waivers*, além de indicar que os debenturistas sabiam e anuíram com o inadimplemento da M. Invest quanto ao cumprimento da obrigação prevista na Escritura, teriam ainda determinado expressamente à GDC que liberasse recursos por eles investidos para a Emissora, pois esses valores seriam necessários para as suas atividades.

214. Nesse sentido, argumenta que o papel principal do agente fiduciário é zelar pelos interesses dos debenturistas e alertá-los quanto a eventuais inadimplementos da sociedade emissora dos valores mobiliários ofertados publicamente. E na ausência de orientação diversa, segue-se o previsto na escritura, que rege a relação entre as partes. Contudo, não caberia ao agente fiduciário substituir a vontade soberana expressa pelos representantes legais dos debenturistas em determinado sentido e atuar contrariamente, como se sua opinião fosse superior à dos próprios investidores cujo capital está investido.

215. Dessa forma, segundo a defesa, a atuação da GDC foi diligente a todo momento, sendo inadmissível que deixasse de acatar os *waivers*, como supostamente sugere a Acusação, por conta de possível conflito de interesses entre a Positiva e os representantes dos fundos de investimento debenturistas. Com isso, elenca o que seriam os eventos concretos mais representativos de sua diligência como:

- a) A cobrança da formalização de garantias;
- b) Alerta aos debenturistas sobre as falhas da Emissora, comprovada pelo recebimento dos *waivers* que determinaram a não adoção de medidas concretas, como o vencimento antecipado da dívida;
- c) Posicionamento em defesa do previsto na Escritura quanto à impossibilidade de integralização de debêntures não ser em moeda corrente, o que inclusive teria contrariado o interesse direto da Emissora e levou a um aditamento da Escritura nesse sentido.

216. Por fim, alega que os debenturistas nunca teriam reclamado que uma liberação de recursos realizada pela GDC estivesse em desacordo com a orientação formal deles, sendo esse um entendimento apenas da SRE.

IV.4.2 Orla

217. Inicialmente, relata que há mais de 10 anos teria sido negociada a alienação das participações societárias dos dois únicos sócios da Orla, entretanto, nesse período, não houve a aprovação do Banco Central do Brasil que tornaria eficaz essa alienação.

218. Apenas ao final de setembro de 2019, o Banco Central finalmente teria se manifestado no sentido de impossibilidade da alienação, tendo estabelecido um curto prazo para que fosse apresentado um plano de reestruturação, com um vultuoso aporte de capital.

219. Em seguida, em março de 2020, o responsável pela gestão e administração de carteiras renunciou seu cargo sem informar previamente aos alienantes da negociação supramencionada, e, devido a pandemia do Covid-19, teria sido impossível encontrar substituto para o cargo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

220. Diante desse contexto, decidiu-se iniciar o processo de encerramento das atividades da Orla, em cujo âmbito já teria sido publicado declaração de propósito, que solicita o cancelamento de seu credenciamento como agente de custódia perante a B3.

221. Com isso, denotar-se-ia que vem sendo empreendidas todas as medidas e providências para a efetiva e final retirada da Orla não só do mercado de valores mobiliários, como também de suas atividades como um todo.

222. Por fim, reitera os argumentos trazidos na primeira defesa apresentada (1134065), e registra que, quando de sua elaboração, em agosto de 2020, as pessoas que haviam participado da operação objeto do presente PAS já teriam se desligado da Orla.

IV.4.3 Positiva (ICLA) e Luiz Abreu

223. Preliminarmente, a defesa apresenta, em síntese, os seguintes argumentos em relação ao Memorando 112, que serão descritos abaixo: (i) a manifestação complementar apresenta fatos novos em relação ao Termo de Acusação, em violação ao artigo 38 da ICVM 607; (ii) a SRE faz afirmações sem, contudo, relacioná-las às imputações aos acusados; (iii) ausência de acesso aos autos de processos administrativos sancionadores que embasaram a Acusação; (iv) ausência de manifestação prévia da Positiva e Luiz Abreu; e (v) falta de individualização de conduta em relação a Luiz Abreu.

224. Em relação ao primeiro ponto, a defesa sustenta que a Área Técnica apresenta fatos inéditos no Memorando 112, tal como as alegações trazidas na alínea “e” do item 68 sobre um suposto desrespeito a Cláusula 4.30 da Escritura ao deliberar em AGD’s pela repactuação de prazos das debêntures, em clara violação ao artigo 38, da ICVM 607, representando abuso de poder por parte da CVM. Nesse sentido, a Acusação teria realizado *mutatio libelli*, ao imputar novas condutas aos acusados a partir dos novos fatos atribuídos a eles, sem que novas provas tenham sido produzidas no curso do processo.

225. Além disso Memorando 112 violaria o princípio da impessoalidade, regente do processo administrativo sancionador, ao adotar expressões “inflamadas”, tais como “*a defesa chega ao ponto*” e “*é no mínimo estranho a defesa apresentar agora*”.

226. Conclui, portanto, que a Manifestação Complementar é nula, uma vez que a apresentação de novos fatos, aliada à evidente parcialidade da área técnica da CVM, infringiria o princípio do devido processo legal, assegurado pelo art. 5º, LIV, da Constituição.

227. Em segundo lugar, alegou-se que a forma como as acusações são apresentadas dificultam o pleno exercício do direito de defesa dos acusados, isto porque, são feitas diversas afirmações sem que cada uma fosse relacionada as condutas imputadas.

228. Em terceiro lugar, a defesa afirma ter sido privada do acesso aos autos dos processos que embasaram o TA, configurando mais uma violação ao exercício da ampla defesa.

229. Já em relação à afirmação da Área Técnica de que a ICVM 607 não prevê nenhuma hipótese de manifestação prévia, descrita anteriormente nos §§ 186-188 deste Relatório, a defesa sustenta que o art. 5º, da ICVM 607 criou uma garantia processual ao acusado, ao permitir que ele



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

esclareça eventuais fatos que podem ser a ele imputados, sem que haja a instauração de PAS, capaz de gerar prejuízos irreparáveis aos investigados. O PAS em epígrafe teria sido, portanto, instaurado em violação ao dispositivo citado, demonstrando sua nulidade.

230. Em relação à manifestação prévia da Positiva, a defesa sustenta que os Ofícios apresentados pela Acusação no Memorando 112 como ocasiões em que a acusada se manifestou previamente não configuram sua intimação, uma vez que a acusada não poderia prever que, a partir dos questionamentos da CVM no âmbito do Ofício 63 e do Ofício 143, que havia uma investigação em curso por violação aos deveres de diligência e/ou conflito de interesses.

231. Em relação à alegação feita pela SRE no Memorando 112, item 16, de que a Área Técnica havia feito questionamentos acerca do conflito de interesses no Ofício nº 143, parágrafo segundo alínea “d”, a defesa sustenta que a alegação foi equivocada, uma vez que não há qualquer menção a um suposto conflito de interesses no Ofício nº 143:

“d) Confirmar se o início da oferta pública foi informado à CVM, no prazo de 5 (cinco) dias úteis, contado da primeira procura a potenciais investidores, conforme definido pelo Art. 7º-A da ICVM 476”.

232. Já o Ofício nº 63 teria feito apenas solicitações que não possuem relação com as imputações feitas aos acusados.

- a. *“Esclarecer o motivo do descumprimento da Cláusula 4.7 da Escritura das Debêntures, uma vez que foram aceitas integralizações de debêntures com ativos diferentes de moeda corrente nacional;*
- b. *Encaminhar cópia de todos os boletins de subscrição referentes a citada oferta”.*

233. Em relação à manifestação prévia de Luiz Abreu, a defesa sustenta que o Ofício nº 143 não é sequer direcionado a Luiz Abreu, e o Ofício nº 63 não possui como escopo nenhuma das 3 acusações feitas ao acusado.

234. A última preliminar apresentada pela defesa é uma suposta falta de individualização de conduta de Luiz Abreu, em violação ao inciso III, do art. 6º da ICVM 607. No PAS epígrafe, as imputações feitas a Luiz Abreu se basearam exclusivamente no fato dele ser Diretor Presidente à época dos fatos, falhando a Área Técnica em individualizar suas condutas e, conseqüentemente, prejudicando o exercício pelo acusado da ampla defesa.

235. Nesse sentido, a defesa esclarece que:

- (i) O Acusado não era o Diretor responsável, perante a CVM, pelo cumprimento à ICVM 476 e/ou pela área de distribuição da Positiva, conforme será demonstrado abaixo; e
- (ii) O fato de o Acusado ter assinado documentos da operação de Emissão, na qualidade de representante legal da Positiva, não o faz responsável pela área de distribuição da Positiva, na medida em que não se deve confundir poder de representação legal da sociedade com as responsabilidades estatutárias de cada membro da Diretoria, conforme também será demonstrado abaixo”.

236. Assim, a CVM iria responsabilizá-lo como diretor de distribuição da Positiva, mesmo que não tivesse qualquer obrigação estatutária referente ao cargo, e a Positiva tivesse à época diretor de distribuição diverso, P.J.L., diretor administrativo e responsável pela assinatura do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

cadastro da M. Invest como cliente emissor da Positiva. Diante do exposto o PAS seria nulo em relação ao acusado, em razão da violação do inciso III, do art. 6º da ICVM 607.

Dever de diligência

237. Em relação ao mérito, a defesa alega que a atuação do intermediário líder se deu conforme os padrões de diligência exigidos pela ICVM 476 que não dispõe de maneira taxativa a forma como o intermediário líder deve agir, reconhecendo as características próprias de cada emissão. Em relação às análises feitas, o papel a ser desempenhado pela Positiva consistia em verificar se as informações prestadas pela Emissora eram verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes. Tal processo, porém, não configuraria obrigação do intermediário líder em refazer todo o trabalho realizado. Diante de hipóteses em que esses profissionais forem partes relacionadas da Emissora, por exemplo, aí sim a intermediária líder não poderia confiar nas informações produzidas.

238. Em relação aos estudos realizados pela Cushman & Wakefield, estes ocorreram de modo recorrente durante toda a Emissão, indicando sempre a suficiência das garantias.

239. Além disso, todas as informações concernentes à Emissão foram divulgadas aos investidores, que eram qualificados, e, portanto, presumidos aptos a tomarem uma decisão refletida e informada acerca do investimento.

240. Já em relação ao arrolamento da M. Invest no processo de falência da Magazine Incorporações, a defesa alega que a Emissora foi arrolada em um processo com mais outras 98 sociedades, sendo que não possuía qualquer relação societária, direta ou indireta, com o grupo. Segundo a defesa, tal arrolamento foi o único responsável pela falência da M. Invest, sendo que o ato ocorreu em 24 de junho de 2019 e a última debênture fora distribuída em 28.09.2017.

241. Diante do exposto, sustenta-se não ser possível falar em descumprimento do dever de diligência pela Positiva e rebate alguns pontos específicos apresentados no Memorando 112:

(i) Análise cadastral realizada: Contrariando o Item 26 da Manifestação Técnica, foi confirmada a análise cadastral da M Invest e de seus sócios de acordo com a Norma de Cadastro Geral do Grupo NSG, sem identificar preocupações. Avaliar reputação é uma prática subjetiva e deve ser baseada em informações verificáveis e não em opiniões não confirmadas.

(ii) Comentários negativos e erro material: A relevância de comentários de três pessoas insatisfeitas com a M Invest é questionada, não sendo considerados significativos para informar investidores. Um erro material no documento não foi tentativa de enganar, mas um equívoco sem impacto nos resultados da análise ou nas ações legais. A Positiva incorretamente afirmou ser controladora direta do M Grupo, quando na verdade é controlada pelo FIP Atlantis.

(iii) Dever de diligência e pendências bancárias: O dever de diligência da Positiva se concentra na análise da emissora das Debêntures, a M Invest, e não nas pendências bancárias pessoais do controlador indireto. A investigação de tais pendências é considerada irrelevante para a avaliação da capacidade de pagamento da M Invest. Omissões no formulário de “Avaliação do Cliente” são justificadas como não aplicáveis em certos casos, e não como falta de diligência.

(iv) Avaliação de risco de endividamento: A Positiva não considerou a M Invest como de alto risco de endividamento, mas sim que precisava reestruturar suas dívidas, possuindo fluxo de caixa e garantias suficientes. A agência de rating classificou os ativos como A-, indicando baixo risco de inadimplência. Uma análise financeira completa deve considerar todos os aspectos, não apenas os negativos.

(v) Análise de rating e relatório do SERASA: A análise de rating é vista como mais objetiva e criteriosa do que o relatório do SERASA. Este último é útil apenas para verificar pendências financeiras significativas, mas não é adequado para avaliar o risco de crédito em emissões de debêntures. A análise de rating, por outro



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

lado, considera detalhadamente as especificidades da operação, incluindo prazo, valor, garantias e o impacto da nova dívida no fluxo de caixa e expansão da empresa. A LF Rating, que forneceu a análise usada na emissão, era uma empresa tradicional e registrada na CVM para emitir esse tipo de relatório.

Análise da operação

242. Sobre alínea “a” do §183, a defesa aduz que os resultados obtidos na Análise Preliminar da operação refutam justamente as alegações apresentadas pela Área Técnica.

243. A Emissão tinha como objetivo otimizar os índices de capital de giro e alongar seu perfil de endividamento, uma vez que os recursos advindos da emissão das debêntures serviriam justamente para, de um lado, financiar seu capital de giro e, por outro, quitar as dívidas de curto prazo, alongando o seu perfil de endividamento e possibilitando maior liquidez para financiar seu crescimento. A defesa indica, também, que o próprio TA aponta não haver qualquer irregularidade na intenção de usar os recursos da Emissão para quitar suas dívidas³⁸. Nesse sentido, não haveria que se falar em falta de diligência por parte da intermediária líder, uma vez que esta constatou que menores índices de capital de giro não são impeditivos da capacidade de adimplemento e indicou todos os riscos aos investidores.

244. Em relação aos itens “b” e “d” do §183 afirma-se que o M Grupo não possuía alto risco de inadimplência e endividamento uma vez que:

- (i) A partir de 2013, a M. Invest possuía Dívida Líquida/Ebitda baixa em relação ao setor;
- (ii) Em 2013, a M. Invest apresentava melhora em todos os indicadores de alavancagem;
- (iii) Em 2013, a Dívida Líquida/Ebitda da Emissora foi de 1,70 ano, enquanto as suas concorrentes Gafisa, MRVe Cirella apresentaram, no ano de 2012, 20,70; 3,06; e 2,42, respectivamente. Apenas a Rossi teria apresentado valor mais favorável em relação à M. Invest, de -11,73.
- (iv) Diante do exposto, a M. Invest operava de maneira menos alavancada que seus concorrentes em 2013, sendo seu índice menor do que o considerado razoável por analistas de investimento no qual o valor do índice Dívida Líquida/Ebitda deve ser menor do que 3,0.

245. Além disso, a análise do risco de inadimplemento da sociedade deve se basear em indicadores além da Dívida Líquida/Ebitda, incorporando uma visão sistêmica acerca da saúde financeira da sociedade. Isto porque, a análise do risco de inadimplência deve levar em consideração o perfil de dívidas da companhia, que pode impactar diretamente o prazo e a forma de amortização. Em relação ao índice EBIT/Despesa Financeira Líquida da M. Invest, a defesa apresenta o seguinte:

“118. Por exemplo, considerando o indicador EBIT/Despesa Financeira Líquida da M Invest era de 8,23 em 2013, o que significa que o EBIT gerado da M Invest era 8,23 vezes o valor das despesas financeiras líquidas da Emissora. Em outras palavras, a M Invest possuía uma geração de caixa 8 vezes maior do que sua despesa financeira líquida, o que em nada indicaria um “alto risco de inadimplência”, pelo contrário. Observem que o mesmo indicador era de 3,07 em 2012, o que novamente demonstra a excelente evolução da M Invest de 2012 para 2013”.

³⁸ “O Processo 19957.009157/2017-86 foi arquivado em 29.03.2019, pois não há irregularidade no fato da escritura prever a intenção da M. Invest utilizar recursos obtidos com uma oferta de debêntures para quitar financiamentos existentes da emissora e de suas controladas e subsidiárias.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

246. Por fim, a defesa apresenta duas inconsistências do Memorando 112 sobre a relação Dívida líquida/PL, da qual o M. Grupo apresentaria a situação preocupante, pois a sua Dívida Líquida muito seria maior que o PL frente às outras empresas do setor.

(i) A alegação em relação ao índice Dívida Líquida/PL está errada. Na verdade, o referido índice da M Invest (0,52) em 2013, comparado à prática de concorrentes do mesmo mercado, era inferior ao da Gafisa (0,76) e da Rossi (0,75), e estava em níveis similares ao da MRV (0,47) e superior ao da Cyrella (0,39).

(ii) A afirmação sobre o “M Grupo necessitar de capital de terceiros seria colocada como algo irregular e desconhecido pelos debenturistas. A emissão das Debêntures pretendia exatamente financiar o capital de giro da Emissora, quitar dívidas relevantes de curto prazo e permitir a expansão da M Invest. Esta destinação estaria prevista na própria Escritura e seria de pleno conhecimento de todos envolvidos na Emissão, inclusive dos debenturistas. Além disso, a necessidade de financiamento a curto prazo, tendo condições de pagá-lo no longo prazo, não significaria que a Emissora teria alto risco de inadimplência.

Conflito de Interesses

247. Alega-se, aqui, que não há vedação na ICVM 476 de realização de ofertas em que haja eventuais situações de conflito de interesses, mas apenas exige-se que, quando existentes, tais informações sejam divulgadas.

248. Assim, todos os debenturistas teriam recebido e dado ciência sobre a possibilidade de conflito de interesse, conforme previsão no item 5 dos Termos de Uso (1311791). Além disso, em relação aos RPPS que investiram nos debenturistas FI Sicília e no FIM Oslo, administrados e geridos por partes relacionadas à Positiva, o inciso VI do art. 8º dos regulamentos dos fundos (1311792) previa a possibilidade de operações com contrapartes relacionadas ao administrador e ao gestor.

249. A defesa também alega, como medidas para mitigar eventuais conflitos de interesses, (i) a elaboração e implementação de Manual de Controles Internos e Compliance (1311793) e (ii) a implementação de procedimentos de segregação de atividades (física³⁹ e sistêmica) (1311794 e 1311795).

250. Logo, não haveria descumprimento ao art, 11, II, da ICVM 476.

Segregação de Atividades

251. A defesa aduz nesse tópico que, apesar das empresas do Grupo NSG compartilharem alguns recursos e estivessem localizadas no mesmo andar, as áreas que requeriam a devida segregação física, por força da regulamentação, supostamente eram completamente separadas por divisórias de vidro duplo com isolamento acústico, com acesso controlado restrito aos funcionários de cada área, via senha numérica ou biometria, para garantir o cumprimento dos requisitos regulamentares. Portanto, a Positiva jamais teria deixado de descumprir as exigências regulamentares para garantir a segregação de atividades.

³⁹ Afirma a defesa que, apesar de estarem as sociedades do Grupo NPF localizadas no mesmo local, as áreas que requeriam a devida segregação física, por força da regulamentação, eram completamente separadas por divisórias de vidro duplo com isolamento acústico, com acesso controlado restrito aos funcionários de cada área, via senha numérica ou biometria.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

252. Além disso, o simples compartilhamento de recursos comuns supostamente não remete à ausência de segregação de funções e independência das atividades, uma vez que suposto requisito não é mencionado pela regulação.

Acusação de Fraude

253. Retoma, aqui, alguns pontos já elaborados e, de forma inovadora, elenca sobre o §197:

- Sobre a alínea “h”: (i) Não havia evidências, à época, de que a M. Agro teria qualquer ligação com o grupo M Invest; (ii) não se sustenta a alegação de que a aceitação de integralização de ativos da M. Agro teria ocorrido para passar “uma falsa ideia de que a oferta de debêntures da M Invest estava sendo bem sucedida”, na medida em que as subscrições mais relevantes de tal Debenturista foram as duas últimas a ocorrer, logo antes da suspensão da oferta de Emissão pela Positiva; e, por fim, (iii) a alegação de que a “Positiva admitiu que a oferta falhou” seria duplamente falsa, pois, a Positiva não fez essa admissão e a oferta não falhou, isto porque a Positiva foi contratada para distribuir as Debêntures pelo regime de Melhores Esforços, de modo que não haveria uma obrigação de montante mínimo a ser distribuído pela Positiva.
- Sobre a alínea “o”: A acusação teria sido apresentada sem que fosse demonstrado como seria caracterizada como “artifício”, bem como não possui comprovação. Além disso, A prestação de serviços da Positiva para alguns fundos debenturistas também, por si só, não comprova nenhum tipo de influência
- Sobre as alíneas “p” e “q”: As alterações relevantes das características Emissão foram submetidas à deliberação de AGD, extrapolando a esfera de decisão do seu próprio gestor (MHFT), e da Positiva.

Manutenção de terceiros em erro

254. Alega que a Positiva manteve os Debenturistas informados e atualizados ao longo de toda oferta da Emissão acerca das informações relevantes para o seu investimento, sendo certo, ainda, que não foram apresentadas quaisquer informações falsas ou que pudessem induzir ou manter terceiros em erro, pois todas as informações necessárias para que os investidores tomassem decisão fundamenta sobre o investimento.

Ausência de Vantagem Patrimonial Ilícita

255. Aduz que os únicos valores recebidos por sociedades do Grupo NSG relativos à Emissão foram aqueles decorrentes da própria prestação de serviços, os quais estariam dentro do que a própria acusação entender ser o “padrão de mercado”.

256. Em relação ao suposto alegação aumento da Taxa de Estruturação e da Taxa de Distribuição originalmente propostas pelo Grupo NSG (2,0% para cada atividade) e relação àquelas efetivamente dispostas nos contratos de estruturação e distribuição (2,5% e 9%, respectivamente), destacou-se que o percentual proposto estava na “Proposta Preliminar”.

257. Logo, não deveria se pressupor que os percentuais previstos seriam definitivos. Assim, ainda que tivesse havido uma alteração de percentual da proposta quando da celebração dos contratos, tal situação não poderia ser considerada uma vantagem patrimonial ilícita, pois representaria o resultado de uma negociação regular entre duas partes. Entretanto, esse não seria o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

caso pois supostamente não houve uma alteração nos percentuais, e a diferença da proposta em relação aos contratos de estruturação e de distribuição decorreria de um erro material (erro de digitação no contrato) visto que, o valor efetivamente cobrado pela Positiva foi bem inferior ao valor que consta no contratado com a Positiva.

V. PAS GESTÃO

V.1 ACUSAÇÃO

Histórico da Operação

258. Sobre os contratos de estruturação e distribuição da Oferta mencionados nos §§7 e 8 supra, a SIN aduz que seriam repassados a sociedades integrantes do Grupo NPF um total de 11,5% do valor da emissão, totalizando algo em torno de aproximadamente R\$ 48,3 milhões líquidos de impostos, caso fosse alcançado o valor estimado de R\$ 420 milhões para as 3 séries de debêntures. Inclusive, estimou que o somatório dos valores de todos os impostos que seriam pagos pela M. Invest com outros custos associados à emissão ultrapassaria o patamar de 15% do valor bruto do custo total da emissão.

259. Nesse interim, entende a Área Técnica que os valores praticados no caso da M. Invest, estavam muito acima daqueles praticados pelo mercado.

260. No que tange a integralização e forma de pagamento, aponta que a Escritura de Emissão, Cláusula 4.7, prevê a integralização das debêntures mediante pagamento no ato da subscrição, à vista e em moeda corrente nacional. Apesar disso, aponta que, diferentemente dos fundos investidores, as pessoas jurídicas adquirentes o fizeram com liquidação por meio de cessão de notas promissórias⁴⁰.

261. Acerca da 1ª AGD, de 27.04.2016 (§15), já teria sido realizada, em 28.09.2015 - motivo pelo qual deveria ser do conhecimento de todos - a assembleia geral dos investidores dos CRIs da 35ª e 36ª séries da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários da Ápice Securitizadora S.A de 2016, que declarou a recompra compulsória de CRI's que foram emitidos em 20.06.2014 e estavam lastreados em cédulas de crédito imobiliário emitidas pelos shoppings controlados pela M. Invest, em razão da não recomposição do fundo de reserva pelos devedores até aquela data limite, conforme evidenciado no Relatório Anual de 2016 da agente fiduciária da operação (1403314).

262. Assim, diante desses fatos, aduz que já seria possível a qualquer gestor diligente notar as dificuldades da Emissora em cumprir com os seus compromissos, a tal ponto de impor aos debenturistas a necessidade de aceitar a ampliação do prazo de carência inicialmente previsto para o pagamento das debêntures e de conviver com garantias provisórias, já que as definitivas previstas na Escritura não foram formalizadas, em virtude de a Emissora não ter tido capacidade financeira para resgatar sua alienação fiduciária anterior, vinculada aos CRIs.

⁴⁰ Docs. 1403246, 1403248, 1403267 e 1403269



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

263. Acerca da 2ª AGD, de 29.05.2017 (§17), relata que, mesmo passados 20 meses da emissão, as debêntures da M. Invest continuavam sendo distribuídas sob condições precárias, sem que a garantia definitiva da operação estivesse constituída; a conta de depósito implementada; e com a emissora manifestando evidentes sinais de dificuldades financeiras, incluindo aí a necessidade de aprovação pelos debenturistas de nova postergação de prazo de carência para o pagamento das amortizações e remuneração, desta vez para 60 meses.

264. Com base na 3ª AGD, de 21.12.2017 e na falência da Magazine, decretada em 18.09.2017 (§19-20), entende que o comunicado aos debenturistas no item ii do §21, fora feito de forma ardilosa. Isto pois, teria sido realizada uma estratégia pelo grupo econômico da M. Invest, com a conivência das sociedades ligadas à ICLA, que supostamente resultou no controle das Assembleias Gerais de Debenturistas.

265. Logo depois, a Área Técnica passa a tratar das aquisições em si das debêntures, para isso, elaborou uma tabela em ordem decrescente dos maiores compradores.

Tabela 2

Subscritor	Qtde.	Valor Pago (R\$)
M. Agro Participações	8180	110.191.102,04
FI Sicília	2273	28.339.343,72
BRS Profit	2159	25.522.244,67
M. PAR Particip. Ltda.	980	12.903.954,00
Jeton Empreend. Ltda.	760	10.007.148,00
B.A.R. Comercio de Veiculos Ltda	702	8.086.745,31
Metaza Empreend. S.A.	553	7.281.516,90
José Antonio Fragoas Zuffo	472	6.004.118,48
OAK FIRF CP	357	4.992.687,84
FIM Oslo	389	4.974.790,25
BRS IPCA	403	4.205.343,44
Angelo Moreita Machado	227	2.581.053,56
Terra Nova FIRF	31	394.562,11
Total		225.484.610,32

266. Da leitura da Tabela 2, a Área Técnica ressalta o alto valor investido pela M. Agro Participações (“M. Agro”) e pela M. PAR Participações Ltda. (“M.PAR”), que correspondem a mais da metade do valor integralizado do total de debêntures distribuídas.

267. Além disso, relembra que as aquisições de debêntures da M. Invest por essas duas sociedades foram realizadas mediante a integralização de notas promissórias, o que seria inicialmente vedado na escritura de emissão.

268. Para além, aponta que a M.Agro estaria ligada à emissora pois o Boletim de Subscrição (1403246) da primeira aquisição realizada pela M. Agro constava com o nome do próprio Cyro Santiago Rodrigues como responsável pela adquirente.

269. Sobre a M. PAR, se consignou que supostamente pertencia diretamente a Lorival Rodrigues e Cyro Santiago Rodrigues (únicos cotistas do FIP Atlantis e, portanto, controladores indiretos da M. Invest) (1403355).

270. Nesse contexto, embora ressalve não ser de sua competência apurar as razões que levaram empresas do mesmo grupo econômico a adquirirem debêntures da M. Invest, ressalta que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

estas operações teriam gerado um custo para a Emissora de cerca de R\$ 15 milhões, repassados ao Grupo NPF como taxa de estruturação e distribuição relativos aos R\$ 135 milhões em debêntures investidos somente pela M. Agro e pela M. PAR.

271. Para além, afirma que, com os R\$ 135 milhões investidos pelas empresas do próprio grupo, a M. Invest detinha o controle, de forma indireta, de cerca de 53% das debêntures, e isso lhe daria maioria nas votações de assembleia geral, visto que nenhum conflito de interesse teria sido declarado nesses eventos.

272. Outro apontamento realizado pela Área Técnica consequente da Tabela 1 diz respeito aos valores investidos pelo FI Sicília, pelo BRS Profit e pelo FIM Oslo, com somatório de mais de R\$ 55 milhões investido nas debêntures emitidas pela M. Invest.

273. Sobre eles, destaca que possuíam em comum, à época, a ICLA DTVM como administradora e a Positiva como prestadora de serviços de custódia. Outra semelhança indicada foi sobre a MHFT ser gestora do FI Sicília e do FIM Oslo.

274. Dessa forma, aduz que pelo somatório das debêntures detidas pelos fundos de investimentos administrados pela ICLA DTVM com as debêntures detidas pelas empresas do próprio grupo da M. Invest (M. Agro e M. Par, “M.Group”), seria possível verificar que a Emissora, em conjunto com a ICLA, controlava indiretamente 84% das debêntures emitidas. Assim, a M. Invest possuiria total controle sobre a votação dos assuntos de seu interesse nas assembleias gerais de debenturistas, incluindo a aprovação de todas as alterações realizadas nos três aditamentos realizados na escritura de emissão.

275. Para além, devido às aquisições de MINV11 realizadas pelos três fundos de investimento abordados, cerca de R\$ 6,33 milhões foram enviados diretamente para o caixa das empresas do grupo financeiro NPF (Positiva e GSNB Investimentos).

276. Como consequência da narrativa exposta, a SIN entendeu que as elevadas comissões pagas pela emissora, o alto grau de conflito de interesses e as diversas irregularidades verificadas nos processos de aquisição, acompanhamento e precificação das debêntures pelos fundos de investimentos, permitiram identificar que a estruturação das operações teve o objetivo de desviar recursos de diversos RPPS para a Emissora e seus sócios, assim como para o grupo NPF, e isso comprovaria uma operação fraudulenta, em infração ao disposto na letra “c” do item II da Instrução CVM n° 8/1979 e vedada pelo item I.

ICLA

277. Nas qualidades de gestora e administradora do FI Sicília, respectivamente, a MHFT e a ICLA DTVM apresentaram em 02.07.2018 correspondência (1403473 e [1403482](#)) juntamente com o mesmo Anexo (1403505) em resposta aos ofícios enviados pela SIN (1403399 e [1403395](#)).

278. As principais informações e argumentos trazidos foram listados a seguir:

- i) As debêntures MIN11 visavam captar recursos para quitar outras dívidas com garantia de imóveis. Devido à crise econômica, a emissão não atingiu o volume necessário, impedindo a quitação dos CRIs e a liberação das garantias para nova emissão; ii) Os acusados defendem que as debêntures tinham garantias formalizadas, incluindo a alienação fiduciária das cotas do FIP Atlantis, comprometimento de alienação de imóveis, entre outros, apesar de não terem conseguido realizar o pré-pagamento das dívidas como planejado; iii) A ICLA



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

destaca que o rating inicial das debêntures era "A-" e só foi rebaixado para "C" após revisões e não na emissão, refutando a alegação de que o título era de alto risco desde o início; **iv)** A ICLA e a MHFT não consideram que administrar e gerir o FI Sicília e o FIP Atlantis seja um conflito de interesse; **v)** As instituições afirmam ter realizado estudos e análises detalhadas que comprovam a diligência no processo de aquisição das debêntures; **vi)** A MHFT realizou monitoramento sistemático do crédito da emissora para mitigar riscos de inadimplemento; **vii)** Devido à incapacidade de pré-pagamento dos CRIs, os debenturistas buscaram substituir as garantias existentes por outras mais seguras para atrair investidores; **viii)** A ICLA e a MHFT focaram em assegurar a manutenção do fundo e na qualidade de seu ativo, não analisando outros adquirentes das debêntures; **ix)** As AGDs decidiram pela dilatação dos prazos de carência para o pagamento das debêntures para facilitar a situação financeira da emissora; **x)** Modificações nas condições originais da emissão foram realizadas para tentar restabelecer o fluxo de caixa da emissora e evitar inadimplementos; **xi)** A ICLA votou favoravelmente nas AGDs, e os demais debenturistas também apoiaram as propostas; **xii)** As compras de debêntures pelo FI Sicília foram feitas pela taxa original, pois não havia justificativa para alteração de preço no mercado primário; **xiii)** A ICLA e a MHFT consideram que não houve necessidade de aumentar o spread, pois o rating estabelecido foi analisado e validado. **xiv)** Ambas as instituições trabalharam para reforçar as garantias das debêntures; **xv)** A ICLA argumenta que não houve precificação indevida das debêntures na carteira do FI Sicília, seguindo práticas de mercado; **xvi)** Não houve resgates no período em questão, portanto, a ICLA alega que não houve transferência indevida de riqueza; **xvii)** A ICLA não realizou provisionamento para perdas com as debêntures MINV11 pois as renegociações aumentaram a expectativa de pagamento; e **xviii)** A matéria publicada por Giane Guerra foi considerada desprovida de fundamentos e inverídica pelas instituições citadas.

279. Passou-se então para a análise dos fatos.

280. De início relembra que o Grupo NPF participou de todo o processo de idealização (no papel de administradora e gestora do FIP Atlantis), estruturação, distribuição e, também, da aquisição (como administradora e gestora do FI Sicília e FIM Oslo) das debêntures da M. Invest, tendo, portanto, total conhecimento e controle de todas as informações relativas à emissora e de sua difícil situação financeira.

281. Evoca, também, o fato de que o grupo econômico da ICLA era remunerado em todas as etapas do processo de emissão e de distribuição das debêntures, tendo, portanto, total interesse em que a distribuição de MINV11 alcançasse sucesso.

282. Com isso, aduz não merecer prosperar a argumentação exposta no §277, item (iv), que “entende que o fato de serem administradora e gestora, respectivamente, do Sicília e do FIP Atlantis, não configura um efetivo conflito de interesses”, pois haveria sim conflito configurado pelo fato do participante ser responsável pela condução dos investimentos em nome dos fundos, de um lado; e ser remunerado a taxas – que considera bastante atípicas – pela emissora das debêntures adquiridas.

283. Prosseguiu, em seguida, tratando do item (i) do §277, de que o objetivo principal da operação de emissão das debêntures era captar recursos para efetuar o pagamento antecipado das demais dívidas da emissora, especialmente CRIs que possuíam garantia real constituída por meio da alienação fiduciária de imóveis pertencentes à M. Invest. Na mesma ocasião de resposta (1403482), afirmou que uma vez realizado o pré-pagamento dos CRIs, os imóveis estariam liberados para serem formalizados como garantias definitivas das debêntures, conforme descrito na Cláusula 4.15 da escritura das debêntures (1403213).

284. Sobre isso, a SIN ressalta que os CRIs da 35ª e 36ª séries da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários da Ápice Securitizadora S.A, conforme seu “Termo de Securitização”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(1403734), foram emitidos em 20.06.2014 lastreados em CCIs emitidas pelo Shopping Aldeia, Shopping Max e Shopping Bento Gonçalves, todos controlados pela M. Invest. Em paralelo, a “Recompra Facultativa” dos CRIs, faculdade outorgada à emissora conforme definido na cláusula 1.1 do Termo de Securitização (1403734), previa uma multa de 5% do saldo devedor.

285. Assim, o somatório desses fatores com a questão de que, em 30.10.2014, a M. Invest aceitou a proposta (1403740) enviada pela GSNB Investimentos S.A., integrante do Grupo NPF, para auxiliá-la no processo de estruturação das debêntures, levou a dedução por parte da Área Técnica de que apenas cerca de quatro meses após a emissão do Termo de Securitização dos CRIs, foi idealizada uma operação de emissão de debêntures para capitalização da M. Invest e o pré-pagamento dos CRIs, sendo toda a estruturação e distribuição da operação realizada e controlada por empresas do grupo NPF.

286. Soma-se ainda o fato já mencionado no §246, de que, além da multa relativa à “Recompra Facultativa”, tal operação custaria à M. Invest algo em torno de 15% do valor a ser captado na distribuição das debêntures.

287. Logo, salienta que apenas os elevados custos financeiros da emissão dessas debêntures já seriam suficientes para colocarem em xeque o fundamento econômico que justificaria a operação de troca de dívidas da M. Invest. Afinal, se apenas para viabilizar a troca da dívida emergiam custos financeiros da ordem de 20% do valor total devido, ficaria bastante difícil justificar que essa operação faria sentido econômico sob qualquer aspecto.

288. Dessa forma, conclui que, apesar da obscuridade em visualizar os possíveis benefícios da operação para a M. Invest, seriam muito evidentes os benefícios atribuídos ao Grupo NPF, que viabilizou e operacionalizou toda a operação de emissão, inclusive adquirindo parte desses títulos para as carteiras do FI Sicília e do FIM Oslo, que eram geridos na época pela MHFT.

289. Logo após, com base no art. 5º da ICVM nº 578/16, indica que a ICLA DTVM e a MHFT possuíam total responsabilidade em conhecer e participar da definição da política estratégica e de gestão da companhia investida pelo FIP Atlantis, no caso, a M. Invest. Tal condição as conferiria conhecimento completo da situação financeira e da capacidade de endividamento da emissora.

290. Sobre os itens de (iii) a (vi) do §266 ressalta que a maioria dos relatórios de acompanhamento e notas técnicas apresentadas pela ICLA são do final de 2016 ou início de 2017, quando a situação da M. Invest já começava a se tornar pública.

291. Inclusive, considera o Relatório Anual do Agente Fiduciário da 35ª e 36ª séries da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários da Ápice Securitizadora S.A de 2016 (1403314), do qual verificou-se que já em 28.09.2015 (pouco mais de 5 meses após a emissão das referidas debêntures, em 02.04.2015), os investidores dos CRIs reunidos em assembleia geral, por unanimidade, declararam a recompra compulsória dos créditos imobiliários e o vencimento antecipado dos Certificados, em razão da não recomposição do fundo de reserva pelas devedoras até a data limite de 28.09.2015.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

292. Por isso, não seria razoável admitir a hipótese de que a ICLA DTVM e a MHFT não tivessem conhecimento de que a M. Invest já enfrentava dificuldades no cumprimento dos compromissos por ela assumidos.

293. Além disso, entende que tal argumentação pretende esconder que a ICLA DTVM e a MHFT, assim como as outras sociedades integrantes do Grupo NPF, na verdade tinham total controle das informações relativas à operação e à emissora, bem como foram as responsáveis por toda a sua idealização e operacionalização.

294. Aduz a peça acusatória que ICLA DTVM e MHFT preferiram argumentar que as decisões de investimento que levaram o FIM Oslo e o FI Sicília a adquirir essas debêntures se justificavam com base em relatório de rating e em relatórios de acompanhamento que em sua grande maioria, são datados de quando a quase totalidade das aquisições já havia sido realizada.

295. Para além, conforme exposto no §277, itens (iii), (v) e (vi), a ICLA DTVM e a MHFT alegam que a classificação da operação de emissão era de baixo risco.

296. A SIN, porém, clama pela inverdade da alegação, pois não seria razoável supor que um grupo cujas empresas integrantes tenham dificuldades em arcar com compromissos de uma dívida de R\$ 63 milhões (valor relativo aos CRIs) possuam um risco baixo ao assumir outra dívida na casa de R\$ 420 milhões, relativo às debêntures, caso fossem totalmente integralizadas.

297. Não por acaso, em 27.04.2016, um ano após a emissão das debêntures, os debenturistas reunidos em AGD teriam se visto forçados a votar pelo aumento do prazo de carência para início do pagamento dos juros e amortizações para evitar o risco do vencimento antecipado das debêntures, conforme alegaria a própria ICLA em sua manifestação.

298. Ainda assim, teriam mantido aquisições das debêntures para fundos de investimentos que administravam e geriam em valores milionários e por muito tempo, vide Tabela 2.

299. Ou seja, apesar de reconhecerem o risco dos papéis ao assumir a necessidade de ampliação da carência e outros “waivers” concedidos à emissora para se evitar configuração de um inadimplemento, a ICLA DTVM e a MHFT prosseguiram, na qualidade de administradora e gestora do FI Sicília, com as aquisições de novas debêntures e, o que considera ainda mais grave, auferindo significativos benefícios financeiros para o Grupo NPF com tais aquisições.

300. Com relação ao FIM Oslo, descreve que a situação seria ainda mais alarmante, pois adquiriu suas primeiras debêntures da M. Invest em 29.07.2016, ou seja, quando a 1ª AGD já havia acontecido, com base em um Memorando de Investimento que desconsiderou a análise das diversas dificuldades enfrentadas para cumprir com os compromissos assumidos.

301. Ainda sobre o FIM Oslo, ressalta que a aquisição das debêntures, assim como todas as demais aquisições, ocorreu pelo valor da emissão marcado na curva (ou seja, com o accrual dos juros acumulados), sem considerar o perceptível aumento de risco do papel diante da já conhecida dificuldade da emissora em saldar seus compromissos referentes aos CRIs e às próprias debêntures. Isso mostraria não apenas que, se algum acompanhamento era feito do emissor, ele não tinha efeito prático algum; mas também que a motivação para as sucessivas compras dessas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

debêntures passava longe da tônica geral - esperada de um gestor - da busca de uma oportunidade de investimento para rentabilizar a carteira do fundo.

302. Inclusive, na qualidade de administradora, mesmo diante dos crescentes sinais de dificuldades pelas quais a emissora passava, a ICLA DTVM ainda assim teria se recusado a alterar a precificação das debêntures já compradas nas carteiras dos seus mencionados fundos de investimentos. Manifestação da ICLA nos termos do §277, item (xvii).

303. Contudo, expõe a SIN que contradiz esse seu argumento a sua própria declaração, constante no §277, (x), de que a Escritura foi modificada para tentar restabelecer o fluxo de caixa da emissora e evitar inadimplementos.

304. Portanto, com todo o exposto, afirma ser possível extrair que o Grupo NPF (incluindo a ICLA DTVM e a MHFT) possuía total conhecimento das dificuldades financeiras enfrentadas pela M Invest e pelo M. Group. No entanto, em descumprimento ao seu dever de diligência para com o patrimônio dos cotistas dos fundos de investimento administrados e geridos, teria optado por concentrar seus esforços em garantir o sucesso da distribuição das debêntures e as receitas daí originadas, deixando se materializar um evidente conflito de interesses que as beneficiaram em detrimento dos interesses dos cotistas de seus fundos.

305. Em paralelo, a afirmação da ICLA no §277, (viii), também não mereceria prosperar, pois, ao considerar que a ICLA DTVM e a MHFT eram, respectivamente, administradora e gestora do FIP Atlantis e que a Positiva (integrante do Grupo NPF) era a distribuidora das debêntures, certamente seria de seu conhecimento que a M. Invest mantinha uma boa parte dos papéis nas mãos de empresas do M. Group, especialmente a partir de junho de 2016, de forma que, inclusive, a M. Invest mantinha o controle sobre as votações nas AGDs.

306. Denotaria o uso dessa estratégia ao verificar na Tabela 1 a aquisição pela M. Agro de 5.776 MINV11 no dia 10.05.2017, mediante a integralização por meio de dívidas do M. Group, apenas dezenove dias antes da realização da 2ª AGD, que veio ampliar a carência para o início do pagamento das debêntures para 60 meses contados da data de emissão.

307. Soma-se a essa aquisição, ainda, as debêntures que já estavam nas mãos das sociedades ligadas à M. Invest (M. Agro e M. PAR), e, assim, o M Group teria passado a ser titular de 9.160 debêntures (cerca de 53% do total distribuído) a 19 dias da realização dessa 2ª AGD.

308. Isso demonstraria que se mantinha o controle das AGDs com a emissora, já que em nenhum momento foi questionada a validade desses votos por conflito de interesses.

309. Afirma, inclusive, ser provável que a ampliação da forma de pagamento quando da aquisição das debêntures (que passaram a incluir a integralização em títulos e valores mobiliários, títulos de crédito e imóveis) tenha sido realizada para possibilitar o uso de tal estratégia, garantindo o controle das AGDs subsequentes e a consequente aprovação das alterações propostas à conveniência da emissora.

310. Nesse sentido, questiona qual seria o objetivo de modificar a cláusula 4.7 da Escritura de Emissão das Debêntures que previa que a integralização deveria ser feita “à vista, em moeda



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

corrente nacional” considerando que a ICLA havia declarado que “o objetivo principal da operação das debêntures era captar recursos para pré-pagar as demais dívidas da emissora (Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI) que possuíam garantia real constituída através da alienação fiduciária de imóveis”. Afinal, com outros títulos e valores mobiliários não teria se pré-pagado nenhuma dessas demais dívidas da emissora.

311. Além disso, observa da leitura das cartas de “*waivers*” emitidas pelos debenturistas em 17.03.2016 que, mesmo antes da alteração da escritura das debêntures realizada na 1ª AGD, já haviam sido realizadas integralizações sem uso de moeda corrente, em desconformidade clara com o previsto na escritura original. Outro ponto verificado pela SIN por meio desses documentos fora a respeito da M. Invest não ter conseguido constituir o Fundo de Liquidez, previsto na Cláusula 4.15.6 da Escritura de Emissão, que corresponderia a, no mínimo, a uma parcela vincenda de juros remuneratórios acrescida de uma parcela vincenda a ser amortizada.

312. Em contraparte ao item (ii) da manifestação da ICLA, essas cartas de “*waiver*” indicavam que as garantias definitivas da operação não haviam sido constituídas, conforme previsto na escritura de emissão das debêntures.

313. Segundo a ICLA, isso ocorreu em função da incapacidade da emissora em pré-pagar os CRI’s devido ao fato de que “não houve distribuição das debêntures em montante suficiente, em decorrência da grave crise econômica brasileira”, vide §277, item (ii).

314. No entanto, de acordo com a Área Técnica, até a data da 2ª AGD, foram distribuídos, somando todas as subscrições realizadas, um total aproximado de R\$ 218 milhões em debêntures, valor mais do que suficiente para a liquidação total dos CRIs (cuja dívida girava em torno de R\$ 63 milhões).

315. Assim, conclui que, apesar do valor captado pela M. Invest, esses recursos não foram sequer utilizados para o pagamento antecipado dos referidos CRIs, e sim desviados para outros fins não previstos na emissão das debêntures. Desvio esse, que teria inviabilizado que o imóvel previsto para ser dado em garantia da emissão fosse utilizado, posto que, uma vez também utilizado como garantia da emissão de CRI e não tendo sido esta pré-paga, o imóvel não se desincumbiu desse ônus para que pudesse figurar como garantia das debêntures.

316. Supõe, ainda, uma hipótese de desconsiderar o montante de 53% deste total, supostamente integralizados pelo próprio M. Group, na qual, ainda assim o valor captado restante, de R\$ 102 milhões, teria sido suficiente para a liquidação dos CRIs e a constituição das garantias definitivas, caso de boa-fé tivesse sido a isso destinados.

317. Mediante o exposto, conclui que ao não realizar a liquidação antecipada dos CRIs, dívida que já vinha tendo dificuldades de pagar, e captar R\$ 218 milhões adicionais mediante a distribuição de debêntures, a dívida da M. Invest saltou mais de quatro vezes, piorando significativamente o nível de seu risco de crédito.

318. Entretanto, mesmo diante deste cenário, na qualidade de gestora do FI Sicília e do FIM Oslo, a MHFT teria continuado a adquirir mais e mais debêntures M. Invest para a carteira desses



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Fundos. Por seu lado, a administradora do FI Sicília e do FIM Oslo, a ICLA, nada teria feito para interromper tais aquisições ou, ao menos, questioná-las, sequer sobre os atípicos preços de aquisição que fosse.

319. Dessa forma, sem se preocupar com o aumento do risco de crédito da M. Invest, a ICLA DTVM teria deixado de revisar o spread exigido na operação e efetuar o devido provisionamento na carteira dos Fundos administrados, assim como insistiu que não identificou expectativa de perda provável, conforme exposto no §277, (xvii), além de continuar justificando suas decisões com base no relatório de rating do papel.

320. Nesse sentido, menciona que, conforme o OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/ N° 6/2014, de 05.12.2014, a *"mera verificação da existência de classificação de risco (rating) feita por agência especializada não supre o dever de diligência do gestor com relação à análise dos ativos de crédito e, assim, a decisão de investimento não pode ser baseada exclusivamente no rating. Além disso, deve-se garantir que os modelos internos de classificação de risco não atribuam ponderação predominante para os ratings de agências."*

321. Diante dos fatos que apresentou, a SIN entendeu restar evidenciado o desleixo por parte da ICLA na administração e na gestão desses fundos de investimento. Desleixo esse que afirma não ter ocorrido por acaso, mas justo para abrir espaço para o conflito de interesses da ICLA DTVM e a MHFT, que teriam atuado em benefício próprio e detrimento dos cotistas dos fundos de investimento adquirentes das debêntures M. Invest, e o objetivo de obtenção de vantagem financeira para o grupo econômico do qual participavam.

322. Com isso, passou analisar se tais atos se configuram como uma operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, nos termos do disposto na letra "c" do item II da Instrução CVM n° 8/1979 e vedada pelo seu item I.

323. Afirma não ser possível negar a utilização de ardil ou artifício pela ICLA DTVM e pela MHFT ao realizarem a aquisição de MINV11 que sabiam ser de altíssimo risco de crédito, como se fossem ativos de baixo risco de crédito. Essas debêntures teriam sido adquiridas pela MHFT (sociedade que veio a ser incorporada pela ICLA), na qualidade de gestora do FI Sicília e do FIM Oslo, com base em relatórios de rating (1403636) e Memorando de Investimentos internos (1403649) que supostamente desconsideravam informações do conhecimento da ICLA, que, por sua vez, além de administradoras desses dois fundos de investimento, era também a administradora e gestora do FIP Atlantis, que detinha 100% das ações da emissora.

324. Além disso, mesmo supostamente diante de um farto número de evidências de que a emissora não estava conseguindo obter sucesso em seus planos e vinha tendo dificuldades diante do cenário econômico naquele momento, a acusada teria prosseguido com a aquisição de mais debêntures para a carteira dos fundos de investimentos que administrava e geria sem ter buscado negociar um spread compatível que seria exigido naquelas circunstâncias.

325. Adiciona, ainda, a questão de a ICLA DTVM não ter realizado o provisionamento das debêntures já detidas nas carteiras dos fundos de investimento administrados, o que teria



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

provocado supervalorização indevida de suas cotas, de forma artificial, causando perdas aos cotistas que ingressavam no fundo por valores de cotas superestimados, e assim, diluídos em relação aos demais cotistas. Ademais, tais cotistas, ao não verem impactadas as cotas pelos necessários provisionamentos ao longo do tempo, teriam sido mantidos em erro a respeito da qualidade da carteira e dos ativos que a compunham.

326. Em seguida aduz que tanto administradora como gestora devem ser responsabilizadas pela prática fraudulenta, que sem a atuação de ambas não teria prosperado: a MHFT, pelas decisões de investimento nas debêntures com os fundos geridos; e a ICLA DTVM, pelas práticas irregulares de precificação das cotas, omissões nos provisionamentos e ocultação, por consequência, da real condição creditícia do emissor.

327. Por fim, a suposta concepção e execução de uma operação em que o Grupo NPF atuou de todos os lados, obtendo altos ganhos financeiros em diversas de suas etapas, deixaria claro o objetivo de obtenção de uma vantagem ilícita para o grupo econômico, por meio de uma atuação conflitada nesses fundos que o levava a operar em seu próprio favor, e não dos fundos em si. Conflito esse que sequer teria chegado ao conhecimento dos cotistas dos fundos.

328. Portanto, diante de todo o exposto, entende configurar-se que a ICLA, na qualidade de sucessora de ICLA DTVM e MHFT, cometeu uma operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, infringindo o disposto na letra “c” do item II da Instrução CVM nº 8/1979 e vedada pelo item I.

BFL E JOSÉ GADENZ

329. Como manifestação prévia, os acusados apresentaram resposta conjunta (1404170) nos termos abaixo resumidos:

- i) Nenhum indício de fraude na operação com MINV11 foi detectado e não houve obtenção de vantagem ilícita de natureza patrimonial por parte da BFL ou dos fundos por ela geridos;
- ii) A BFL adquiriu as MINV11 tomando todas as medidas de análise prévia e verificação de lastro em linha com as exigências regulatórias e com as melhores práticas de mercado;
- iii) As aquisições ocorreram entre 12.08.2015 e 16.02.2016, quando tais ativos possuíam nota de classificação de risco “A-”, segundo a LF Rating, e risco de inadimplência baixo;
- iv) Para verificação do lastro da emissão foi utilizado como base relatório de “Valuation” no qual a Ernst & Young (1404223) demonstra que o valor justo dos ativos detidos pela companhia seria de R\$ 850 milhões, ou seja, aproximadamente 200% do valor de emissão das debêntures;
- v) Também foi utilizado, para a verificação de lastro, material produzido pela companhia referente à emissão (1404227), cujo parecer apontava um patrimônio líquido de R\$ 465;
- vi) Todos os documentos relativos à emissão e à constituição das garantias teriam sido verificados em momento prévio à aquisição sem qualquer evidência que pudesse causar desabono à operação, vide a constituição do Registro de Alienação de Cotas do FIP Atlantis (1404234, anexo 5) e pelo relatório inicial para a aquisição dos títulos (1404248, anexo 6).
- vii) As aquisições teriam seguido isentas de hipótese de fraude ou fragilidade em suas garantias, conforme ratificado pela revisão do relatório de avaliação da Ernst & Young (1404250, anexo 7), que corrigiu o valor justo dos ativos detidos pela companhia dos originais R\$ 850 milhões para R\$ 1,202 bilhão, além de, em agosto de 2017, a LF Rating revisar a classificação de risco para BBB, mantendo o entendimento de risco de inadimplência baixo (1404236, anexo 8); e
- viii) Somente cerca de 18 meses após a última aquisição das debêntures pelos fundos de investimento geridos pela BFL é que teria sido apontada a hipótese de uma futura fragilização das garantias da operação. Nesse momento foi encomendada à Localize (1403358, anexo 9) pesquisa patrimonial dos garantidores para verificação de viabilidade de possível vencimento antecipado das debêntures e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

execução dos garantidores, no entanto, não foram encontrados valores suficientes para satisfazer a dívida junto aos debenturistas.

330. Ao analisar a linha do tempo das aquisições de MINV11 realizadas pelos fundos de investimento geridos pela BFL na Tabela 1, constatou a Área Técnica que a última operação de compra efetuada por fundo gerido pela BFL ocorreu em 30.06.2016.

331. Além disso, muito antes da aquisição dessa operação, ao assinar a carta de *waiver* (1403284), em 17.03.2016, a BFL não apenas teria tomado conhecimento como também anuído com a fragilização das garantias previstas na Escritura.

332. Inclusive, narra a SIN que, nessa mesma carta, apesar dos indícios que demonstrariam a incapacidade da M. Invest em cumprir com as obrigações, a BFL concedeu *waiver* para liberação à Emissora dos recursos referentes ao capital subscrito pelos fundos de investimento que geria, assumindo o altíssimo risco desta decisão.

333. Outro ponto analisado diz respeito a 1ª AGD, na qual, além de ter se decidido pelo alongamento do prazo de carência para pagamento das debêntures, se modificou a lista de imóveis passíveis de serem alienados como garantia justamente pelo fato de a M. Invest não estar conseguindo cumprir os compromissos assumidos na escritura de emissão.

334. Dessa forma, entende ser de fato possível admitir que a BFL, como alegado em sua manifestação, não tenha apurado, naquele momento, indícios de fraude na operação com as debêntures, mas seria impossível admitir que não tenha tido conhecimento das dificuldades enfrentadas pela emissora para saldar seus compromissos e do expressivo aumento de risco da operação, diante de toda a informação que lhe teria sido disponibilizada para que aceitasse emitir a mencionada carta de *waiver* e a votar em favor da emissora na 1ª AGD.

335. Entretanto, na mesma data da 1ª AGD, que dilatou o prazo de carência das debêntures MINV11 e flexibilizou as condições originais relativa as garantias, a BFL, na qualidade de gestora do BRS Profit, teria realizado nova compra de debêntures da M. Invest. Outra aquisição, para o mesmo Fundo, foi supostamente realizada em 30.06.2016. Afirma a Área Técnica que, em ambos os casos, não houve por parte da BFL qualquer revisão de preços, negociação para aumentar o spread ou qualquer outra ação que pudesse demonstrar sua atuação no sentido de salvaguardar os interesses dos cotistas do Fundo, exceto, conforme argumentos apresentados na sua manifestação e relatados no §328, (ii) a (vii), o relatório de rating e os relatórios internos que teriam insistido em desconsiderar os riscos, mesmo diante de todos os indícios citados.

336. Diante disso, segundo a SIN, em sua atuação como gestora do BRS Profit, a BFL deve ser responsabilizada pela falta de diligência para com os cotistas dos fundos quando da aquisição das debêntures, em infração ao art. 92, inciso I, da ICVM nº 555.

337. No que concerne José Gadenz, a Área Técnica destaca, de início, que ele era o diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários da BFL (1404297), portanto deveria responder em conjunto.



TERRA NOVA E JOSÉ VANDERLI VIEIRA

338. A Área Técnica destaca que a Terra Nova adquiriu 31 debêntures para a carteira do Terra Nova FIRF em 18.08.2016, mais de 10 meses após a assembleia geral dos titulares de CRI da 35ª e 36ª séries da 1ª Emissão de CRIs da Ápice Securitizadora, e mais de 3 meses após a data da 1ª AGD, que foi realizada em 27.04.2016.

339. Nesse interim, argumenta que mesmo se considerasse, por hipótese, não ser possível verificar as dificuldades enfrentadas pela emissora das debêntures para cumprir seus compromissos financeiros no momento da emissão dos papéis, os eventos citados teriam demonstrado as dificuldades enfrentadas pela M. Invest em saldar os compromissos financeiros por ela assumidos.

340. Considera ainda mais grave o fato de aceitar pagar o preço cheio de emissão do ativo, corrigido pela curva, que considerava spread típico de títulos de baixo risco de crédito.

341. Argumenta, nesse sentido, que uma análise um pouco criteriosa do histórico e dos eventos relacionados à emissora já demonstraria que a condição de baixo risco atribuída aos papéis pelo relatório de rating (1403636) não estava mais condizente com a realidade.

342. Nesse sentido, segundo a SIN, a Terra Nova também deve ser responsabilizada pela falta de diligência para com os cotistas quando da aquisição de debêntures emitidas pela M. Invest, o que caracteriza infração ao art. 92, I, da ICVM nº 555/2014.

343. Com relação a José Vieira, ele era o diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários da Terra Nova, à época dos fatos (1404320).

344. Em manifestação prévia (1404404), José Vieira afirmou que *“o Sr [W.F.C.] já estava atuando como Gestor Estatutário desde 01/07/2016” e que “posso afirmar que na verdade, os sócios majoritários e o novo gestor Sr. [W.F.C.], no período de 01/07/2016 até 13/12/2016, quebraram o acordo firmado comigo de bom senso e de boa conduta ética pela sociedade em junho de 2016, omitiram de mim, agiram de má fé, ao terem realizado sem minha ciência em 18/08/2016, a operação de compra das debêntures da M. INVEST (MINV11) para a carteira do TERRA NOVA FUNDO DE INVESTIMENTO DE RENDA FIXA INSTITUCIONAL - IMAB, sem antes ter sido firmado os termos e assinados pelos sócios e diretores a alteração do contrato social e consequente comunicação a CVM através da respectiva alteração do cadastro da Gestora (pessoa jurídica) e do Gestor responsável (pessoa física)”*.

345. Assim, ressalta a Área Técnica que o próprio José Vieira reconhece não ter documentos que comprovem sua narrativa. Além disso, era ele, o diretor responsável pela administração de carteiras quando houve a aquisição das debêntures (1404320).

346. Nesse contexto entendeu a SIN que ele deve responder, em conjunto com a Terra Nova pelo descumprimento do art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014.

TRENDING GESTÃO E FABRICIO FERNANDES FERREIRA DA SILVA



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

347. Aponta da Tabela 1, que a Trending Gestão adquiriu 357 debêntures MINV11 para a carteira do Oak FI, em 06.06.2017, 8 dias após a realização da 2ª AGD em 29.05.2017.

348. Nesse contexto, a 2ª AGD (1403319), ao postergar pela segunda vez o prazo de carência para pagamento de juros e amortizações e ratificar a já repisada dificuldade da M. Invest em formalizar as garantias definitivas previstas na escritura das debêntures (1403213), mesmo após as flexibilizações aprovadas no 1º aditamento (1404692), teria reforçado ainda mais os sinais de dificuldades financeiras enfrentadas pela emissora.

349. Desta forma, conclui que qualquer análise criteriosa do histórico de eventos relacionados às debêntures e à emissora seriam suficientes para que a Trending Gestão verificasse as crescentes dificuldades enfrentadas pela M. Invest para cumprir com suas obrigações, e evidenciar o alto risco de crédito do papel.

350. Além disso, segundo a SIN, apesar dessas informações estarem disponíveis a qualquer gestor diligente, a Trending Gestão teria decidido, em 06.06.2017, pela aquisição de debêntures da M. Invest. para a carteira do Oak FI, aceitando pagar preços “cheios” de emissão corrigidos pela curva, que consideravam spreads típicos de títulos de baixo risco.

351. Portanto, entende a Área Técnica que a Trending Gestão, no papel de gestora do Oak FI, ao adquirir títulos sabidamente com alto risco de crédito como se de baixo risco fossem para a carteira do OAK FI, deve também ser responsabilizada pela falta de diligência para com os cotistas do Fundo quando da aquisição das debêntures emitidas pela M. Invest, o que caracteriza infração ao art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014.

352. No que concerne ao Fabricio Fernandes, de acordo com o Sistema de Cadastro da CVM (1404447), ele era o diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários da Trending Gestão, à época dos fatos.

353. Assim, pelas mesmas razões, entende que Fabricio Fernandes deve responder, em conjunto com a Trending Gestão, pelo descumprimento do art. 92, I, da ICVM 555/14.

V.2 DEFESAS

354. Devidamente intimados, José Gadenz, BFL e ICLA apresentaram, tempestivamente, suas defesas. Enquanto isso, José Vieira apresentou suas razões de defesa, porém de forma intempestiva posto que fora citado no dia 23.03.2022 e as protocolou apenas ao dia 26.10.2022. Com relação aos demais acusados, não foram apresentadas razões de defesa.

V.2.1 RAZÕES DE DEFESA ICLA

Preliminares de Mérito

Acusação de Mesmo Objeto e Inversão de Ordem Processual

355. De início, disserta sobre a acusação ser de mesmo objeto do PAS Emissão e haver uma inversão de Ordem Processual. Traduz-se a ideia pois o Termo de Acusação apresenta a mesma acusada (ICLA), mesmo objeto (Emissão das Debêntures) e a mesma acusação (operação fraudulenta), após a ICLA já ter apresentado sua defesa perante a CVM, no PAS Emissão, e, assim,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

teria se esgotado a fase de conhecimento no âmbito do processo administrativo que antecede à análise e julgamento do mérito da lide pelo Colegiado.

356. Dessa forma, defende que o PAS Gestão, na prática, apura as mesmas questões objeto de análise no âmbito do PAS Emissão. Soma-se a isso, ainda, o fato de que o presente Termo de Acusação fora elaborado após a ICLA já ter apresentado sua defesa administrativa no âmbito do PAS Emissão.

357. Com isso, tal fato demonstraria uma inversão da ordem processual do processo administrativo sancionador da CVM, isto pois, a Superintendência estaria munida de toda a argumentação apresentada pela ICLA em suas defesas no PAS Emissão e, ciente de todas as fragilidades apontadas no Termo de Acusação e na manifestação técnica complementar apresentados naquele processo, teria oferecido novo termo de acusação no presente PAS, com o mesmo objeto e parcela das partes constantes do PAS Emissão com essas informações a mais.

358. Logo, aduz que a referida inversão induziria uma nulidade, por violar os princípios da legalidade e do devido processo legal, dada a situação descrita.

Litispêndência e Vedação ao bis-in-idem

359. Ademais, requer o reconhecimento da litispêndência processual, tendo em vista a coincidência entre (i) as partes (ICLA); (ii) a causa de pedir; e (iii) o pedido.

360. Sobre o instituto, afirma que o Colegiado da CVM deve resolver o mérito da questão quando reconhecida a existência de litispêndência processual, tendo em vista que o estado de litispêndência do PAS Emissão é causa de extinção do segundo.

361. Assim, o PAS Gestão deveria ser extinto sem resolução do mérito por litispêndência.

362. Sobre essa extinção, ela haveria de ocorrer também em razão da vedação ao *bis in idem* e em observância ao princípio da segurança jurídica e eficiência da administração pública, na certeza de que o sistema processual não admite que haja a possibilidade de uma legítima duplicação de atividades processuais em volta de ações com objetos idênticos.

Da Ausência de Manifestação Prévia da ICLA

363. A defesa alega que o artigo 5º da Resolução CVM 45 deve ser interpretado como uma garantia processual do acusado, permitindo esclarecer fatos sem a necessidade de um processo sancionador, que por si só já poderia causar danos irreparáveis. Alega que a ICLA não teve a oportunidade de se manifestar previamente sobre as acusações, destacando que um ofício solicitou sua manifestação apenas em relação a uma suposta violação de instruções específicas, sem mencionar a alegada operação fraudulenta.

364. Argumenta que a instauração do processo sancionador ocorreu sem que a ICLA pudesse dar os devidos esclarecimentos, violando assim a RCVM 45 e tornando o PAS nulo.

Ausência de Qualificação da Acusada

365. Cita que a Resolução 45, em seu art. 6º, I, estabelece que a nomeação e qualificação dos acusados são requisitos fundamentais para a validade do TA. No entanto, a peça acusatória não



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

teria esclarecido em que qualidade a ICLA estava sendo acusada. Diante dessa falta de clareza, foi solicitada a declaração de nulidade do Termo de Acusação.

Da Ausência de Clareza da Acusação

366. Busca denotar, aqui, que a Área Técnica apresenta diversas acusações genéricas e contraditórias acerca das condutas atribuídas à ICLA o que cercearia o direito de defesa.

Do Mérito

Do Fundamento Econômico da Emissão

367. Em primeiro plano, alega que a existência ou não de fundamentação econômica para a Emissão das Debêntures sequer deveria ser objeto do PAS. Isso porque, conforme explicita do Termo de Acusação, “o escopo deste Termo de Acusação não abarca as questões relativas à emissão, formalização, oferta e outras questões relativas à Emissão, que já foram objetos da acusação formulada pela SRE no PAS CVM nº 19957.010194/2019- 07”.

368. Afinal, aduz que avaliar se a realização da Emissão faria sentido ou não teria efeitos única e exclusivamente para a M. Invest. Nessa linha, se a Emissora estivesse trocando uma dívida mais barata por outra mais cara, não haveria impacto para os debenturistas, que supostamente continuariam tendo exatamente os mesmos direitos de crédito contra a M. Invest. Assim, esta avaliação não caberia primariamente aos gestores que investiram nas Debêntures no processo de seleção e aquisição destes ativos.

369. Sobre a Emissão, expõe que seu objetivo seria de alongar o perfil de endividamento da M. Invest e reforçar o seu capital de giro. Com efeito, na forma do item (3.1) da Escritura, os recursos obtidos por meio da integralização das Debêntures teriam sido utilizados pela Emissora objetivando: (i) a quitação de parte ou da totalidade de financiamentos seus, de suas controladas ou subsidiárias, (ii) realização de obras de melhorias e expansão de suas atividades, (iii) liquidação de compromissos referentes à aquisição de participações societárias, (iv) realização de novas aquisições de participações societárias, e (v) reforço de capital de giro.

370. Outro ponto elencado pela defesa trata do percentual de 15% atribuído pela Acusação sobre o custo total da Emissão, sendo 11,5% referentes a contratos com sociedades do Grupo NPF e 3,5% seria referente a outros custos associados à Emissão.

371. Acerca disso, corrobora o disposto pela Área Técnica no que se refere aos 11,5%, porém afirma que estariam previstos nos contratos de prestação de serviços por um mero erro material, e, em verdade, o Grupo NPF teria recebido pela estruturação da Emissão e distribuição das Debêntures o total de 2,09% do total da captação da Emissão, conforme teria sido contabilizado pelas sociedades do Grupo NPF.

372. No que tange ao percentual de 3,5%, argumenta que a acusação teria apresentado este percentual sem qualquer fundamento.

Das Garantias da Emissão



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

373. No que se refere à suposta ausência de garantias da Emissão, discorda da Acusação com base, principalmente, no fato de que o valor do saldo devedor da M. Invest em relação aos CRIs era consideravelmente inferior ao valor justo dos Imóveis.

374. Entretanto, com a execução por conta da inadimplência dos CRIs, quando houve a execução da alienação fiduciária dos Imóveis, estes teriam sido adjudicados por valor vil, em leilões com práticas questionáveis.

Da Situação Financeira da Emissora

375. Nega, nesse tópico, a alegação de que o Grupo NPF teria conhecimento das dificuldades financeiras enfrentadas pela M. Invest desde o começo da Emissão.

376. Com relação ao indício apontado referente a inadimplência dos CRIs, informa que quando houve a estruturação e o início da distribuição das Debêntures, não haveria qualquer indício de que haveria a inadimplência dos CRIs, e, a aprovação da declaração da recompra compulsória dos CRIs pela assembleia geral de investidores dos CRIs apenas teria ocorrido em 28 de setembro de 2015.

377. Sobre a Falência de sociedades do M. Group, argumenta que a falência da M. Invest não teria decorrido de qualquer fato que pudesse ser de conhecimento de qualquer das partes envolvidas na oferta. Além disso, a inclusão da M. Invest na falência da Magazine Incorporações viria a ocorrer em 24 de junho de 2019, e a última Debênture adquirida pelos fundos administrados ou geridos pelo Grupo NPF teria sido em junho de 2017.

378. Por fim, no que diz respeito as Posições Ocupadas pelo Grupo NPF, aduz que o fato de sociedades integrantes do grupo terem ocupado diversas posições simultaneamente na operação não faria com que estas tivessem acesso a informações que não eram disponíveis ou presumíveis, pois seriam posições de mercado de capitais e não de gestão ou administração.

Das Assembleias Gerais de Debenturistas

379. Trata, aqui, da acusação de que a M. Invest, com suposta “conivência das sociedades ligadas à ICLA”, “controlava” as Assembleias Gerais de Debenturistas, levando-as a deliberar em benefício de tais agentes e em detrimento dos fundos de investimento investidores.

380. Argumenta a defesa que os votos proferidos pelos fundos administrados e geridos pela ICLA e pela MHFT, bem como aqueles proferidos M. Agro Participações Ltda. e M. Par Participações Ltda., não teriam sido decisivos nas aprovações das respectivas ordens do dia das referidas assembleias, pois, em todos os conclaves realizados, as deliberações teriam sido tomadas por unanimidade dos votos proferidos.

381. Para além, destaca supostamente não ter havido qualquer manifestação contrária dos agentes fiduciários das Debêntures, que participaram de todas as AGDs, na qualidade de representante dos interesses dos próprios debenturistas.

Do Conflito de Interesses



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

382. No que se refere ao Conflito de Interesses disposto na peça acusatória, pleiteia pela sua inexistência com base na ICVM 476, ao não vedar a realização de operações em que haja eventuais conflitos de interesses, mas apenas exigir que, quando existentes, tais informações sejam divulgadas pela intermediária-líder, conforme art. 11, II, da ICVM 476.

383. Assim, narra que a Positiva, na qualidade de intermediária-líder da oferta, teria se certificado que todos os debenturistas teriam recebido e dado ciência sobre a possibilidade de conflito de interesse prevista no item 5 dos termos de uso (1577173), um dos documentos da ficha cadastral formalizada por cada investidor.

384. Não obstante, no âmbito dos cotistas dos fundos, a política de investimentos inserida nos regulamentos dos Fundos Oslo e Sicília (art. 8, VI – 1577174) também previa e autorizava expressamente a realização de “*operações tendo como contraparte, direta ou indireta, a própria Administradora, Gestora, empresas a elas ligadas, carteiras, clubes de investimento e/ou fundos de investimento por estas administrados*”.

Da Precificação das Debêntures

385. Refere-se, aqui, a alegação de que a ICLA não revisou o spread exigido na operação.

386. Justifica-se com base no fato de que desde a primeira aquisição de Debêntures pelo Fundo Sicília, a taxa de juros básica da economia teria apresentado diversos cortes, reduzindo de 14,25% para 6,5%. Concomitantemente, com a queda no cupom das NTN-B, de 7% para um patamar próximo de 5%, aumentar-se-ia, assim, a atratividade de um ativo emitido no mercado primário a IPCA + 9%.

Da Acusação de Operação Fraudulenta

387. Cita, de início, que para caracterizar operação fraudulenta, é necessário que se identifique a existência, cumulativamente: (i) a utilização de ardil ou artifício; (ii) a indução ou manutenção de terceiros em erro; e (iii) a obtenção de vantagem ilícita de natureza patrimonial.

388. No que tange o item (i), argumenta que (1) teria seguido todas as regras plausíveis para a legitimidade da operação assim como teria obtido termos satisfatórios financeiramente para as partes envolvidas; (2) o Grupo NPF teria realizados todas as diligências necessárias bem como avaliado as realizadas por outros prestadores de serviço; e (3) não haveria informações disponíveis de que teria um aumento de risco de crédito da Emissão.

389. Sobre a indução ou manutenção de terceiros em erro diverge utilizando como base (1) todos os documentos elaborados pelo grupo NPF no exercício do seu dever de diligência na análise do investimento das Debêntures refletirem as informações relevantes disponíveis para o Grupo NPF; (2) todos os cotistas teriam amplo conhecimento e autorizaram previamente que sociedades do Grupo NPF atuassem em diferentes posições no âmbito da Emissão; e (3) não teria havido o provisionamento dos valores das Debêntures pois não haveria informações disponíveis à época que justificassem tal provisionamento,

390. Por fim, no que concerne o item (iii), afirma que não houve prática do ato objetivando a consecução de vantagem patrimonial, seja para si ou para outrem pois o Grupo NPF não auferiu



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

qualquer vantagem patrimonial ilícita no âmbito da estruturação e distribuição da Emissão e porque os custos da emissão estariam dentro dos padrões de mercado.

V.2.2 RAZÕES DE DEFESA BFL

391. Preliminarmente, alega que houve uma sucessão societária do Grupo Austro em que a BFL fazia parte sob a denominação de Austro Administração, antes da sucessão, porém, a responsável pela gestão no grupo seria a Austro Gestão de Recursos, ainda integrante do mesmo grupo econômico da BFL. Dessa forma, requer, com base na verdade real, pela extensão dos fatos imputados a Austro Gestão de Recursos.

392. Já no mérito, inicialmente remete ao §330 sobre o momento e a aquisição em si das debêntures pela BFL, e afirma que a acusação se sustentaria, apenas na aquisição das debêntures, pela então BRS não se dirigindo acusação específica em relação aos atos da então gestora nas assembleias de debenturistas reportadas no Termo de Acusação. Ou seja, não teria ocorrido imputação à instituição, objetivamente, de qualquer conduta contrária à norma ou ao regulamento do Fundo.

393. Em seguida, discorre sobre a infração ao dever de diligência decorrer de um suposto conhecimento acerca de uma potencial incapacidade de pagamento por parte da emissora por ocasião de uma das distintas operações de aquisição de debêntures da então gestora. Nesse sentido, entende que, em momento algum, a aquisição do ativo pelo Fundo seria vedada pela norma específica que vincula a composição de sua carteira, bem como não teria sido extrapolado qualquer limite de exposição à modalidade de ativo ou a seu emissor.

394. Em paralelo, afirma não ter se logrado apontar a ocorrência de qualquer inobservância objetiva a disposição específica do regulamento do Fundo.

395. Diante do exposto, cita o art. 79, caput e §4º da Instrução CVM 555, e argumenta que, para a responsabilização do administrador e do gestor de um fundo de investimento seria necessária a caracterização de ato ou omissão em que, inequivocamente, sua conduta seja contrária à lei, ao regulamento do fundo ou a disposições regulamentares aplicáveis.

396. De tal modo, protesta que, no caso, não se estariam adequadamente preenchidos os requisitos relativos à identificação de autoria e individualização de conduta, necessários à oponibilidade à Requerida de processo de cunho sancionador.

V.2.3 RAZÕES DE DEFESA JOSÉ GADENZ

397. De início, ao tratar da suposta falta do dever de diligência do Sr. José Gadenz, afirma que sua obrigação seria de meio e não de resultado. Assim, os fatores a serem considerados deveriam ser se os responsáveis buscaram estar bem-informados e se refletiram adequadamente a decisão.

398. Nesse sentido, argumenta que ambos os fatores estariam presentes da atuação do acusado. Para corroborar a tese, explicou que a decisão de investimento teria sido pautada na nota de classificação de risco “A-” que denotaria um baixo risco de inadimplência.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

399. Além disso, as debêntures ainda teriam sido objeto de acompanhamento contínuo durante o período que integraram a carteira dos fundos (1577090, anexos 7 e 8, e 1577093), e isso comprovaria níveis de diligência compatíveis com as práticas do mercado.

400. No que concerne ao waiver (1577090, anexo 9) mencionado na peça acusatória que supostamente descaracteriza o baixo risco das debêntures, esclarece que sua concessão não expressa uma abdicação de garantias, mas sim uma concessão de prazo adicional para constituição delas. Inclusive estando expresso que a regularização da condição original da emissão deveria ser recomposta na subscrição seguinte.

401. Para além, destaca laudo elaborado pela Ernest Young (1577090, anexo 10), do qual aponta como valor das propriedades da M. Invest um montante de um bilhão e duzentos milhões de reais, valor supostamente mais do que suficiente para saldar com as obrigações das debêntures. Entretanto, por motivos supostamente alheios e exógenos ao controle da BFL e José Gadenz, os ativos teriam sido executados por valores ínfimos.

402. Com relação aos eventos ocorridos no nível da Assembleia Geral de Debenturistas, (i) alongamento do prazo de carência e (ii) ausência de revisão de preços, informa, do primeiro, que ocorreu em função da flexibilização das condições de curto prazo em prol da remuneração estabelecida pois significaria uma maior incidência dos juros. Enquanto o segundo, afirmou que, em verdade, houve a mensuração dos riscos bem como o entendimento técnico sobre serem compatíveis com a taxa de remuneração estabelecida, conforme aponta constar no relatório de Rating da operação (1577090, anexo 11).

403. Outro ponto abordado pela defesa diz respeito a uma suposta ausência de prejuízos aos cotistas e de conflitos de interesses.

404. Nesse contexto, a defesa remete a regra da *business judgement*. Discorre tratar-se de um princípio cujo objetivo central seria o de evitar que administradores sejam sancionados pelo processo de tomada de decisão. Nesse sentido, uma vez atendidos os requisitos da regra, como seria o caso, não seria adequado e qualquer julgamento administrativo a posteriori dos fatos.

405. Por fim, argumenta que, na hipótese de comprovação de operação fraudulenta, José Gadenz constaria na condição de vítima pois a BFL e o acusado não possuiriam qualquer ingerência e acesso às informações que somente membros do M. Group e ICLA teriam.

V.2.4 RAZÕES DE DEFESA JOSÉ VIEIRA

406. Preliminarmente, alegou que não fora devidamente intimado pois encontrava-se residindo fora de seu domicílio, para realizar tratamento dentário, conforme documento que anexa (1638276). Com relação a intimação eletrônica, esta também não teria se consumado pois seu e-mail cadastrado estaria descontinuado. Assim, considerando o princípio constitucional da ampla defesa, requereu pela devolução do prazo para que não se incorresse em nenhuma nulidade.

407. No que tange ao mérito, afirmou, em suma, (i) que ocupava apenas o cargo de Diretor Estatutário, enquanto a posição de Gestor de Carteiras seria de W.F., que possuiria CGA, requisito da ANBIMA para a função, estando José Vieira, à época dos fatos, inclusive, desligado da Empresa



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Terra Nova; e (ii) não haver comprovação acerca do dolo e, com isso, “*não se pode concluir pela imputação ao indiciado da ilicitude elencada supostamente pela Instrução CVM nº 555*” pois a jurisprudência da CVM seria pacífica no sentido de que a aplicação das normas contidas nas Instruções CVM pressupõe a comprovação da conduta dolosa.

VI. FORMALIDADES

408. Manifestação da PFE positiva⁴¹. Autos enviados ao MPF/SP e MPF/RJ⁴².
409. Os processos foram originalmente distribuídos a mim, quando fui designado Relator.
410. Em 21.05.2023, o Colegiado aprovou proposta por mim apresentada (1961936) de conexão entre o PAS Emissão e o PAS Gestão.
411. Em 07.05.2024 e 22.05.2024, foram publicadas, no Diário Eletrônico da CVM, as pautas de julgamento de ambos os processos (2031603 e 2031603), em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 11 de junho de 2024.

João Accioly

Diretor Relator

⁴¹ Docs. 1442674 e 0915383

⁴² Docs. 0919129 e 1456494