



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### 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:** Possíveis irregularidades relacionadas à oferta pública de debêntures da M.Invest.

**Relator:** Diretor João Accioly

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Como relatado, são dois processos conexos sobre fatos relacionados à oferta pública de debêntures da M.Invest S.A., iniciada em abril de 2015. A empresa integrava o M.Grupo, do Rio Grande do Sul, dono de participações em shopping centers e outros empreendimentos imobiliários. Em setembro de 2017, a Magazine Incorporações, outra empresa do grupo, teve decretada a sua falência - que o Judiciário gaúcho viria a estender às 102 empresas do grupo, incluindo a M.Invest S.A., afetando diretamente as debêntures objeto dos processos aqui julgados.

2. Os processos nasceram de denúncia à CVM, de fevereiro de 2018, centrada na falência de empresas do M Grupo. O *PAS Emissão* foca na relação entre a emissora e os adquirentes. Acusa de prática de operação fraudulenta a emissora, seus controladores e executivos (tanto no nível da M. Invest quando no do FIP que detinha suas ações), e a coordenadora líder (assim como o respectivo executivo), tendo como vítimas os adquirentes das debêntures. Também acusa de quebra do dever de diligência, perante os debenturistas, os agentes fiduciários e a coordenadora líder (e respectivos executivos). O *PAS Gestão* foca na relação entre gestoras e administradoras dos fundos adquirentes das debêntures e seus cotistas. Acusa algumas de operação fraudulenta – as que também prestavam serviços ao FIP controlador da emissora – e as demais, de quebra do dever de diligência.

#### • *Breve e resumida repetição do histórico*

3. Quando fez a oferta pública, a M.Invest era administrada por Cyro Rodrigues e Lorival Rodrigues, que também detinham suas ações através do FIP Atlantis. Esse FIP tinha a ICLA DTVM como administradora, a MHFT como gestora e a Positiva como escrituradora e custodiante – as três compunham o Grupo NPF, do acusado Luiz Abreu, e foram sucedidas em 2019 pela ICLA Consultoria. Além de atuarem na estruturação e distribuição da oferta da M.Invest, empresas do Grupo NPF também atuaram na administração e gestão de fundos adquirentes das debêntures.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

4. A escritura de debêntures é de 02.04.2015 (Relatório §9). A oferta foi de esforços restritos, pela Instrução CVM 476. Tinha a GDC DTVM como agente fiduciário até sua substituição pela Orla DTVM. Foram duas séries de debêntures não conversíveis em ações, com garantia real, e captação de cerca de R\$225 milhões, subscritas, em parte, pelos seguintes fundos de investimento:

**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

5. Relevante, também, a referência aos CRIs lastreados em obrigações da M.Invest (cf. Relatório §14), emitidos em 2014, que tinham como garantia os mesmos imóveis previstos como garantia definitiva da emissão de debêntures. Em síntese, parte do dinheiro das debêntures seria destinada a liquidar o resgate dos CRIs pela M.Invest, mas, em setembro de 2015, a assembleia geral dos investidores dos CRIs declarou a recompra compulsória dos CRIs, em razão da não recomposição do fundo de reserva, e esta garantia terminou por não ser constituída para as debêntures.

6. O PAS Emissão foi instaurado pela SRE para acusar (i) M.Invest, Cyro, Lorival, ICLA Consultoria (como sucessora de Positiva) e Luiz Abreu por operação fraudulenta, sob a Instrução CVM 08; e, (ii) por falhas nos deveres fiduciários, M.Invest, como emissora, e seus administradores, Cyro e Lorival; Positiva, como coordenadora líder, e seu administrador Luiz Abreu; e, como agentes fiduciários, GDC DTVM e Orla DTVM.

7. O PAS Gestão foi instaurado pela SIN para acusar ICLA Consultoria, como administradora e gestora (por ter sucedido ICLA DTVM e MHFT), por operação fraudulenta sob a Instrução CVM 08, enquanto as gestoras BFL, Terra Nova e Trending, e seus administradores José Gadenz, José Vieira, e Fabricio Fernandes, respectivamente, são acusados de quebra de dever diligência para com os cotistas, em infração ao art. 92, I, da ICVM nº 555.

## **II. QUESTÕES PRELIMINARES**

### **II.I. PRELIMINARES DA ICLA CONSULTORIA (PAS GESTÃO)**

8. Voto pelo indeferimento de todas as preliminares.

#### ***(i) Inversão de Ordem Processual***

9. Sobre a preliminar de inversão da ordem processual, por já terem sido juntadas as defesas no PAS Emissão, a Acusação teria tido acesso aos argumentos lá elencados e alterado a peça acusatória de modo a suprir supostas fragilidades apontadas nas defesas (v. §§344-347 do Relatório).

10. Os processos foram instaurados por superintendências diferentes e independentes. Até seria possível um processo tramitar pelas duas áreas, mas o sistema eletrônico adotado pela CVM permite observar o andamento de cada um e quem esteve autorizado a acessar os autos em cada momento. Assim, foi possível apurar que as defesas do PAS Emissão não chegaram a estar acessíveis à SIN



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

enquanto ela preparava o PAS Gestão. Como as evidências me parecem suficientes de que não houve esse acesso, nem mesmo examino a tese de que ele invalidaria a acusação e rejeito a preliminar.

#### **(ii) Ausência de Manifestação Prévia**

11. O art. 5º da Resolução CVM 45 não exige que as superintendências informem aos investigados as possíveis imputações que lhe serão feitas, pelo que também rejeito a preliminar.

#### **(iii) Ausência de Qualificação da ICLA Consultoria**

12. Embora, de fato, não tenha especificado a qualificação da ICLA Consultoria na parte das responsabilidades (v. §175 do Relatório), o texto do Termo de Acusação do PAS Gestão esclarece a efetiva qualificação da Acusada, na qualidade de sucessora da administradora ICLA DTVM e da gestora MHFT. Veja-se, e.g., o §204 da acusação, no capítulo anterior ao das responsabilidades:

*“204. Os elementos já indicados no presente termo de acusação e que estão sumarizados abaixo, quando analisados em conjunto, comprovam a utilização de artil ou artifício pela ICLA que, no papel de administradora e gestora (como sucessora da MHFT) do FI Sicília e do FIM Oslo”*

13. No mesmo sentido, o §149, em capítulo específico sobre a ICLA:

*“149. Não custa repisar 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, pelas práticas irregulares de precificação das cotas, omissões nos provisionamentos e ocultação, por consequência, da real condição creditícia do emissor.”*

14. Apesar de concordar com a defesa quanto a ser imprescindível a qualificação, discordo quanto a sua ausência no caso concreto, pelo que rejeito a preliminar.

#### **(v) Ausência de Clareza da Acusação**

15. Discordo que a acusação não tenha sido clara. Os argumentos da Acusação são todos fundamentados, o que permitiu uma defesa voltada a eles, como transparece pela análise de mérito.

#### **(vi) Bis In Idem**

16. Embora ambos os PASs envolvam os mesmos fatos, a consequência é a conexão, não o *bis in idem*: não há identidade completa de objeto (infrações) e partes. Até me parece fazer mais sentido que fossem um só processo, como ocorreu no PAS 19957.008143/2018-26, j. em 20.12.2023, de relatoria da Diretora Flávia Perlingeiro, em que houve acusação conjunta pela SRE e pela SIN. No fim das contas, nos presentes processos, cada um ainda trata de partes e atos distintos.

### **II.II. PRELIMINARES DA ICLA E LUIZ ABREU (PAS EMISSÃO)**

17. No PAS Emissão, a ICLA e Luiz Abreu, em sede de defesa e em resposta à manifestação complementar (v. §§111, 138 e 223 do Relatório), alegam que (i) a manifestação complementar traria fatos novos em relação ao Termo de Acusação, em violação ao art. 38 da ICVM 607; (ii) a SRE fez afirmações sem, contudo, relacioná-las às imputações aos acusados; (iii) ausência de acesso aos autos dos processos administrativos que embasaram a Acusação; (iv) ausência de manifestação prévia; e (v) ilegitimidade passiva e falta de individualização de conduta em relação a Luiz Abreu.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

**(i) Fatos Novos**

18. Alegou a defesa que, na manifestação complementar, a SRE imputou à ICLA e a Luiz Abreu fatos novos, a respeito de um suposto desrespeito à Cláusula 4.30 da Escritura, ao se deliberar em AGD a repactuação de prazos das debêntures (v. Relatório §224). Concorde. No entanto, tal fato não acarreta nulidade do PAS, apenas a desconsideração do fato novo apresentado.

19. Sobre a violação ao princípio da impessoalidade do adotar o uso expressões “inflamadas” no Memorando 112 (v. §225 do Relatório), discordo. A defesa pode inflamar-se à vontade de volta. Eventuais excessos na forma de apresentar argumentos devem ser apenas desconsiderados por quem julga, venham de que parte vierem. Podem no máximo ser respondidos ser objeto de alguma reprovação, se impertinentes, mas não vejo relação com o princípio da impessoalidade.

**(ii) Suposta ausência de conexão no TA**

20. Cf. §227 do Relatório. Apesar de mencionar esse elemento, os defendentes concluem afirmando acarretar ônus adicional, desproporcional e indevido a defesa, sem alegar diretamente a nulidade. Nesse ponto, a conclusão é correta ao não falar em nulidade. Eventuais opções processuais que se podem considerar sub-ótimas são análogas a possíveis excessos na forma de expressar ideias. Se é verdade que *pas de nullité sans grief*, a recíproca não é verdadeira: não é qualquer *grief* que gera *nullité*. C’est la vie.

**(iii) Ausência de Acesso aos Autos**

21. Cf. §228 do Relatório, os defendentes alegaram ter tido acesso negado aos processos administrativos que ensejaram no TA. Embora isso possa ter causado dificuldade adicional à defesa, não me parece que tenha restringido o direito de defender-se, pois os únicos fatos desses processos administrativos que importam para o julgamento foram trazidos aos autos.

**(iv) Ausência de manifestação prévia**

22. Remeto ao §11, e aponto que no PAS Emissão, a SRE encaminhou o ofício 143 à Positiva e o ofício 63 para Luiz Abreu, descaracterizando qualquer informalidade processual.

**(v) Ilegitimidade passiva e falta de Individualização de Conduta de Luiz Abreu**

23. Embora concorde com a necessidade de individualização das condutas nos Termos de Acusação, entendo, porém, que o requisito foi cumprido. No §199 do TA, a Área Técnica relata que o acusado participou ativamente da oferta e encaminhou várias informações da Positiva sobre a oferta, bem como anexou dois documentos para a comprovação dessas condutas (Relatório §75).

24. A defesa alega, ademais, que o estatuto social da Positiva não atribuía a Luiz Abreu a responsabilidade pela atividade de distribuição (Relatório §§ 134-138). Porém, o estatuto atribuía poderes gerais à diretoria, indistintamente, e ao Diretor Presidente os de coordenar as atividades dos demais e representar isoladamente a empresa. Dessa forma, Luiz Abreu tinha atribuições suficientes ao participar da oferta e deve ter sua conduta em concreto examinada em eventuais irregularidades cometidas pela coordenadora líder.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### **II.III. PRELIMINAR DA GDC DTVM (PAS EMISSÃO)**

25. A GDC DTVM alega ocorrência da prescrição intercorrente no PAS Emissão. Atribui como último fato interruptivo da prescrição a intimação da empresa para que se manifestasse acerca do Manifestação Complementar da Área Técnica, em 13.05.2021.

26. Discordo. Conforme já me manifestei no PAS CVM nº 19957.004478/2018-75, de Relatoria da ex-diretora Flavia Perlingeiro, a defesa protocolada implica um ato da Administração Pública, que é o de recebê-la e juntá-la aos autos. Conquanto singelo em si, o ato representa e pressupõe também a análise desse documento, e tais atos têm o caráter exigido pelo inciso II do art. 2º da Lei 9.873/1999, de apuração de fatos. Assim, entendo que o último ato interruptivo da prescrição intercorrente é a resposta a Manifestação Complementar da Área Técnica feita pela ICLA, protocolada em 26.07.2021, pelo que voto por rejeitar a preliminar.

### **II.IV. PRELIMINAR DE JOSÉ VIEIRA (PAS GESTÃO)**

27. José Vieira afirma não ter sido devidamente intimado e que haveria nulidade se não lhe fosse devolvido o prazo de defesa (Relatório, §406). Como foi aceita, rejeito.

### **II.V. PRELIMINAR DE BFL (PAS GESTÃO)**

28. A BFL defende que deve ser reconhecida a sucessão societária do grupo econômico que acusada integra, com a extensão da responsabilidade pelos atos imputados à Austro Gestão de Recursos (Relatório, §391). Trata-se de questão interna às partes e referir-se à BFL nestes autos não prejudica a solução dos fatos.

## **III. MÉRITO**

### **III.I. FALHAS NOS DEVERES ESPECÍFICOS E FIDUCIÁRIOS**

#### **III.I.I. GDC DTVM e Orla DTVM**

29. Conforme se acusa no PAS Emissão, as falhas da GDC DTVM e da Orla DTVM teriam ocorrido, principalmente, (i) na verificação da veracidade das informações consignadas na Escritura, (ii) na verificação da regularidade e suficiência das garantias prestadas na Emissão e (iii) na elaboração e divulgação dos Relatórios Anuais. A GDC DTVM ainda teria tido duas infrações adicionais: (iv) irregularidades na liberação, para a M.Invest, dos recursos captados na Oferta e (v) abandono das funções de agente fiduciário. A Acusação também considerou que essas falhas tomadas em conjunto teriam configurado, por parte da GDC DTVM e da Orla DTVM, quebra do dever de diligência que possuíam perante os debenturistas.

30. As defesas de ambas quanto à ausência de falhas na verificação da veracidade de informações e das garantias são semelhantes e igualmente procedentes.

#### **• Verificação de veracidade de informações**

31. Em sua defesa, a GDC DTVM alega que fez mais de 100 revisões, em que apontou falhas de ortografia, conteúdo, remissões ou, ainda, relativas a dados cadastrais. Embora algumas possam ter



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

sido básicas, seriam também essenciais para confirmar a validade do negócio jurídico. Argumenta que o agente fiduciário pode e deve tomar suas decisões considerando entendimentos de terceiros especializados, refutando a afirmação da Acusação de que não teria verificado ações judiciais contra a Emissora, pois as teria verificado por meio do escritório de advocacia que assessorou a emissão. Quanto à regularidade da alienação fiduciária das cotas do FIP Atlantis detidas por Cyro Rodrigues, verificou que não havia sido feito o gravame em favor dos debenturistas e determinou esta providência. A verificação dos ativos e os valores da carteira do FIP Atlantis, também questionados pela Acusação, estaria suprida pelo trabalho da consultoria que avaliou os ativos da M.Invest. Além de desconsiderar o trabalho feito por terceiros, a defesa também afirma que a acusação pretende discutir o mérito das revisões, sem indicar falhas ou erros nos documentos da Emissão.

32. Tem razão a defesa da GDC DTVM, quando alega que a confiança no trabalho de terceiros é prática sedimentada em operações do mercado de capitais, balizada pela avaliação de eventuais sinais de alerta a exigir análise mais detida desse trabalho (v. §§ 150-158 e §206-207 do Relatório). Este me parece ter sido o caso na emissão das debêntures da M.Invest, em que a GDC DTVM se valeu dos trabalhos realizados por escritório de advocacia, instituição financeira e empresa de consultoria, todos, a meu ver, de sólida reputação no mercado, para cumprir o dever imposto pelo art. 12, V, da ICVM 28, de verificar as informações da escritura e diligenciar para que fossem sanadas omissões, falhas ou defeitos de que tivesse conhecimento.

33. Reconheço que a Acusação não identifica omissões, falhas ou defeitos na Escritura. As ditas “omissões” que a Acusação alega - ausência de verificação (i) de ações judiciais da Emissora, (ii) da regularidade, suficiência e exequibilidade das garantias, e (iii) dos ativos e os valores da carteira do FIP Atlantis - não são de informações, e sim de procedimentos, e a defesa a meu ver conseguiu demonstrar que a GDC DTVM efetuou tais procedimentos. E, como bem consolidado neste Colegiado, a avaliação de diligência é basicamente uma avaliação procedimental, o que também se aplica ao previsto no art. 12, V, da ICVM 28.

34. No caso dos autos, a GDC DTVM baseou-se, em grande parte, no trabalho de terceiros qualificados para os serviços para os quais foram contratados. Não tem suporte probatório a afirmação da acusação de que a empresa teve postura passiva ao avaliar esses serviços, pois documentadas as cerca de 100 revisões. A profundidade dessas revisões é questão de julgamento de mérito profissional, que não me compete julgar, ainda mais quando a Acusação, como bem nota a defesa, não indica inconsistências na Escritura. Se até eventuais inconsistências numa escritura não necessariamente implicam falha na atuação do agente fiduciário, pois sua obrigação é de meio, ainda mais difícil é enxergar falha quando a empresa demonstra ter atuado e o documento não tem inconsistências. Concluo, portanto, pela inocorrência da violação ao art. 12, V, da ICVM 28.

35. Assim como a GDC DTVM, a Acusação entende que a Orla DTVM não teria apresentado evidência de efetiva verificação da veracidade das informações da oferta (Relatório, §§48-51).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

36. Concordo, porém, com sua defesa. Além de demonstrar a análise da extensa lista de documentos (Relatório §173), a defesa argumenta que a norma não é taxativa sobre como a verificação deveria ser feita. Sobre a afirmação de que não haveria qualquer *red flag* que pudesse sugerir irregularidade na Emissão, não concordo totalmente, pois a atuação de empresas do grupo NPF em fundos de ambos os lados constitui um elemento de atenção; porém, entendo que a atuação da Orla DTVM foi adequada para identificar o que precisava ser identificado.

37. Assim como a GDC, entendo que a Orla, amparada no “*right to rely on others*”, baseou-se em boa parte no trabalho de terceiros qualificados para os serviços para os quais foram contratados.

38. Assim, entendo que não ter havido o descumprimento, pela Orla, do art. 12, V, da ICVM 28.

• **Verificação de garantias**

39. Para a Acusação, a GDC DTVM também teria falhado na verificação das garantias (v. §§41-43 do Relatório). A emissão tinha garantia preliminar, constituída pela alienação fiduciária das cotas do FIP Atlantis detidas por Cyro Rodrigues (firmada em 04.05.2015 – Relatório §12), que seria substituída com a constituição das garantias definitivas. Entre as definitivas, figuravam a alienação fiduciária de imóveis (shopping centers), de recebíveis dos shopping centers e de outras controladas da M.Invest, e um fundo de liquidez composto por juros e amortização vincendos das debêntures subscritas e integralizadas. Também estava prevista garantia fidejussória, constituída por fiança concedida por Cyro e Lorival Rodrigues.

40. O art. 12 IX da ICVM 28 dispõe ser dever do agente fiduciário verificar a regularidade das garantias constituídas e o valor dos bens dados em garantia, bem como monitorar a manutenção de sua suficiência e exequibilidade.

41. O apoio em opiniões e trabalhos especializados de terceiros também é comumente aplicado na análise de regularidade, suficiência e exequibilidade das garantias. Em relação à garantia preliminar, o valor das cotas do FIP Atlantis estava suportado em laudo de avaliação elaborado por empresa de consultoria. A GDC DTVM anexou, também, os extratos mensais pelos quais calculava a suficiência desta garantia, que corresponder a no mínimo 120% do valor da dívida, como exigido pela Cláusula 3.2 da Escritura. Como já mencionado, no primeiro extrato a GDC DTVM identificou a ausência de gravame sobre as cotas e solicitou a correção. Houve assim, para a avaliação desta garantia, um nível razoável de diligência pela GDC DTVM.

42. Quanto à alienação fiduciária de recebíveis, ela somente seria efetivada após o 25º mês da Emissão, nos termos da Cláusula 4.15.7 da Escritura, o que se deu após a saída da GDC DTVM. Do mesmo modo, a substituição da garantia preliminar pelas definitivas deveria ocorrer no prazo máximo de 150 dias corridos contados a partir da data do encerramento da oferta, o que somente ocorreu em 30.08.2018, também após a saída da GDC.

43. A Acusação questiona o fato de a GDC DTVM ter avaliado a fiança dos controladores da M.Invest somente com base na declaração de imposto de renda dos fiadores. Concordo, porém, com



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

a alegação da defesa, de que se trata de documento oficial transmitido à Receita Federal do Brasil e que serve de indicativo, em boa fé dos respectivos patrimônios individuais (e, acrescento, com o peso do crime de falsidade ideológica se a declaração for falsa). Não seria exigível proceder-se a avaliação independente desses patrimônios para confronto com os valores declarados.

44. A defesa aduz, ademais, que comunicou à M.Invest a ausência do registro cartorial da fiança no domicílio dos fiadores, para eficácia perante terceiros, e aponta que os debenturistas concederam *waiver* quanto a isso (v. §165 do Relatório). Por sua vez, a Acusação entende que o *waiver* não teria elidido a obrigação da GDC DTVM de verificar a regularidade da constituição das garantias.

45. A Acusação não tem razão neste ponto, sob duas óticas. De um lado, a GDC DTVM identificou problemas com as garantias e notificou a Emissora sobre a falta de regularização da fiança e a não constituição do fundo de liquidez, o que já denota sua diligência. De outro, a aprovação do *waiver* pelos debenturistas simplesmente eliminou o inadimplemento. A escritura é o registro da vontade inicial dos debenturistas. Uma nova manifestação, emitida sob as regras aceitas pelos debenturistas para alterarem coletivamente sua própria vontade, é o parâmetro mais atual para o agente fiduciário defender os interesses da comunhão de debenturistas. Não lhe cabe impor sua vontade, ou sua interpretação de qual seria ou deveria ser a vontade dos debenturistas, por sobre a vontade que eles mesmos expressaram. Assim, pelas verificações feitas sobre as garantias e pelos *waivers* concedidos pelos debenturistas, entendo que a GDC DTVM não cometeu infração ao art. 12, IX, da ICVM 28.

46. Em relação à Orla DTVM, a Acusação afirma que ela não teria comprovado ações efetivas para a verificação dos valores das garantias, nem mesmo que tenha verificado os ativos e os valores que se encontravam na carteira do FIP Atlantis.

47. A defesa da Orla DTVM afirma que atuou diligentemente e apoia-se no Memorando emitido em 10.03.2017 por escritório de qualidade, renome e confiabilidade inquestionáveis (Relatório §56). O teor do documento revela o quanto é pertinente admitir-se o uso do serviço de terceiros para atestar a qualidade de elementos de uma operação, como, no caso, as garantias. A avaliação das garantias que consta do documento revela claramente a diligência e precisão com que foi elaborado, e na medida em que sua existência foi determinada pela atuação da Orla DTVM, ela cumpriu os deveres que a Acusação afirma ter descumprido.

- **Relatórios Anuais**

48. A Acusação também alega que a GDC DTVM teria descumprido o art. 12, XVII, da ICVM 28, em relação aos Relatórios Anuais do agente fiduciário, que não trariam informações sobre a efetiva destinação dos recursos (alínea “g”), a suficiência das garantias (alínea “j”), o cumprimento das obrigações assumidas na Escritura (alínea “i”), as demonstrações financeiras da emissora (alínea “c”) e a distribuição das debêntures no mercado (alínea “d”) (os três últimos, só em relação a 2016 e, os demais, também para 2015) (v. Relatório, §37).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

49. Em relação à Orla DTVM, a Acusação afirma que a empresa descumpriu o art. 15 da Instrução CVM nº 583/2016, ao não divulgar em sua página na internet o relatório anual sobre as debêntures da M. Invest em até quatro meses após o fim do exercício social, nem em 2016, nem em 2017. Diante das dificuldades que, na fase de investigação, a Orla DTVM afirmou ter tido para divulgar os relatórios anuais (Relatório §53), a Acusação entende que ela deveria ter divulgado o de 2016 com informações parciais. Já com relação ao de 2017, a Acusação afirma que teria pouca utilidade prática e não cumpriria seu objetivo informacional (Relatório §55).

50. Tem razão a defesa da GDC DTVM ao apontar que a maior parte dessas informações lhe teria que ser fornecida pela Emissora, inclusive e especialmente suas demonstrações financeiras - por cuja omissão os administradores da M.Invest já foram sancionados no PAS CVM nº 19957.009863/2018-17, j. em 11.10.2022, relatado pelo Diretor Otto Lobo. Quanto ao uso dos recursos, a própria alínea “g” do art. 12 diz que o agente fiduciário deve informá-lo “*de acordo com os dados obtidos junto aos administradores*”. Ora, não tendo a M.Invest elaborado as demonstrações financeiras de 2015, justifica-se a ausência de informações no relatório anual respectivo. Acrescente-se que o Relatório Anual de 2015 menciona que os debenturistas já se encontravam cientes dos inadimplementos da M.Invest, sobre os quais emitiram cartas de *waiver*.

51. Em relação ao relatório anual de 2016, trata-se de obrigação do agente fiduciário que estava atuando em 31.12.2016, que não era a GDC DTVM e sim a Orla DTVM – mas é importante ter em conta que a GDC DTVM elaborou o relatório, datado de abril de 2017. Em todo caso, como se verá logo abaixo, as falhas no relatório de 2016 não são atribuíveis a qualquer dos agentes fiduciários.

52. A Orla DTVM, por sua vez, alegou que não produziu o relatório do exercício encerrado em 31.12.2016, que teria sido feito pela GDC DTVM (Relatório §174). Sobre o de 2017, afirmou que, apesar das dificuldades causadas pela M.Invest, ainda assim conseguiu elaborá-lo, com a menção a que a emissora não divulgara todas as informações (Relatório §175).

53. Entendo que a circunstância de o relatório de 2016 ter sido feito pela GDC DTVM não afastaria por si só a responsabilidade da Orla DTVM, já que ela iniciou suas atividades como agente fiduciário em setembro de 2016. A Orla responde pelo período em que atuou e por ter usado o trabalho da GDC para a confecção do relatório. Tem razão a acusação nesse ponto. Porém, as falhas nesse relatório devem-se a falhas da própria emissora, que não forneceu as informações necessárias.

54. Da mesma forma, com relação ao relatório do exercício 2017, embora as informações tenham mesmo sido incompletas, a Orla DTVM trouxe aos autos seus esforços voltados a obter dados da M.Invest para poder preparar o documento. A incompletude deveu-se, portanto, a motivo alheio à vontade da Orla, que não pode ser punida por falha da emissora, falha que inclusive tentou fazer cumprir.

55. Cabe notar, ademais, uma contradição na tese acusatória. De um lado, diante das alegações de dificuldades para elaborar a documentação no relatório de 2016, pela falta de informações, a Acusação entendeu necessário divulgar o documento com informações parciais. De outro lado, a divulgação parcial foi exatamente o que a Orla DTVM fez em 2017, que a Acusação pretende



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

sancionar. Surge uma figura curiosa em que a conduta diversa exigida numa acusação é considerada ilegal noutra. A parte da Acusação com que concordo é que o relatório deveria ser divulgado mesmo que incompleto, não a outra.

56. Assim, entendo que GDC e Orla não cometeram as infrações quanto aos relatórios anuais.

- ***GDC DTVM: Abandono da função de agente fiduciário***

57. A GDC teve sua renúncia à função de agente fiduciário aprovada por unanimidade na AGD de abril de 2016 (Relatório §16). Porém, a M.Invest não levou a registro a escritura alterada, e para a Acusação, a substituição da GDC DTVM teria ocorrido apenas em 05.09.2016, quando nova AGD aprovou aditamento à escritura e nomeou a Orla DTVM como novo agente fiduciário (Relatório §40). Diante desses fatos, a Acusação entende que a GDC DTVM teria deixado de exercer sua função após a AGD de 27.04.2016, descumprindo o art. 6º da ICVM 28 (que prevê o dever do agente fiduciário de permanecer no exercício de suas funções até sua “efetiva substituição”).

58. A Acusação se baseia na afirmação da Orla DTVM de que, quando assumiu suas funções, recebeu as informações sobre a emissão da Positiva – que estaria exercendo informalmente a função de agente fiduciário após a renúncia da GDC DTVM (Relatório §39).

59. Em sua defesa, a GDC demonstra ter cobrado da M.Invest o registro de sua substituição em diversas ocasiões, sem sucesso (Relatório §163), pelo que não poderia ser responsabilizada por falta de atuação entre a AGD que aprovou sua renúncia e o início da atuação da Orla DTVM. A defesa também traz a seu favor a afirmação da M.Invest de que a GDC DTVM teria exercido suas funções até ser substituída pela Orla em setembro de 2016 (Relatório §164). Por isso, não poderia ser aceita a afirmação informal da Orla de que a Positiva estava no exercício da função, pois esta sequer possuía habilitação perante a CVM, além de a própria Positiva nunca ter feito tal afirmação.

60. Os indícios são conflitantes. Entendo que, no conjunto, as alegações das partes e elementos de prova não são suficientes para caracterizar o abandono da função de agente fiduciário pela GDC DTVM, após 27.04.2016. Há uma aparência um pouco mais convincente, a meu ver, de que a GDC teria parado de atuar a partir de quando sua renúncia foi aprovada, como afirma a Acusação. A própria defesa da GDC, em seu §167, relacionou o acompanhamento mensal da suficiência da garantia preliminar da oferta somente até abril de 2016, denotando ter interrompido ao menos essa atividade após a AGD. A interrupção de sua atuação é condizente com a atuação da Positiva, ainda que informal, em seu lugar – até porque se trata de empresa do mesmo grupo que a administradora e a gestora do FIP Atlantis, detentor das ações da Emissora. Ademais, o depoimento da Orla DTVM é o mais crível, já que lhe é indiferente quem a antecedeu – se Positiva ou se GDC. Parece-me o depoimento da M.Invest menos convincente, já que lhe interessa afastar eventual reprimenda pela conduta de não ter levado a registro a escritura com a saída da GDC; e a esta interessa afastar a narrativa acusatória, de que teria parado de atuar mesmo sem o registro de sua substituição.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

61. Porém, não entendo ser possível a condenação da GDC DTVM por esta acusação, por duas razões: a primeira é que, apesar de os elementos dos autos me sugerirem como plausível que a empresa tenha parado de atuar logo após a aprovação de sua renúncia pela assembleia de debenturistas, essa probabilidade a meu ver é apenas um pouco maior que a da versão narrada pela própria GDC e pela M.Invest. A dúvida que me resta é mais que suficiente para me impedir de concluir por essa versão com a convicção necessária num contexto punitivo. Além disso, como visto no tópico anterior, nem me parece possível considerar que tenha havido uma total interrupção das atividades, já que no mínimo o relatório anual do exercício de 2016 a GDC ainda elaborou, já no início de 2017.

62. A segunda razão é que, ainda que a GDC DTVM tenha interrompido suas atividades logo após a AGD de abril de 2016, entendo que tal conduta teria sido atípica. A interpretação da norma punitiva deve ser estrita. Quando o art. 6º da ICVM 28 prevê o dever do agente fiduciário de atuar até sua *efetiva substituição*, não tem a norma maior detalhamento do que isto venha a ser. Entendo que se pode até interpretar que o texto não permite que com uma mera notificação de renúncia o agente fiduciário possa parar de atuar, pois a regra exige a substituição qualificada como “efetiva”. Porém, há que se ter em conta que não houve apenas a renúncia. Houve a convocação de uma assembleia de debenturistas, sua instalação, e sua votação com aprovação unânime. Ninguém menos que os próprios titulares dos interesses defendidos pelo agente fiduciário e pela norma que lhe impõe deveres de conduta aprovou a saída da GDC e a nomeação de outra empresa para passar a exercer a atividade em seu lugar. “*Mas a ata não foi registrada, então a deliberação não foi efetiva*”, alguém poderia objetar. Ao que se lhe responderia que em princípio o registro de atos societários visa à produção de efeitos perante terceiros, sendo eficaz entre os participantes do ato desde sua prática. Exigir que a prestação de serviços se estendesse para além da deliberação que chega até mesmo a escolher o próximo agente seria sujeitar o anterior ao arbítrio de terceiros; ainda que se quisesse fazê-lo, porém, enxergar tal sentido para fins de concluir pela infração exigiria uma leitura ampliada inaceitável para o âmbito punitivo.

63. Assim, entendo que mesmo na hipótese em que as debêntures tenham ficado “*mais de quatro meses sem a atuação efetiva de Agente Fiduciário em defesa dos interesses dos debenturistas*”, isto se teria devido à M.Invest. A GDC DTVM não descumpriu, portanto, o art. 6º da ICVM 28.

- ***GDC: Liberação dos recursos***

64. A Acusação entendeu que as liberações, pela GDC DTVM, para a Emissora, de recursos captados na Oferta teriam sido irregulares, pois estavam condicionadas a declarações da M.Invest que, na tese acusatória, não corresponderiam à verdade – em suma, pela falta na constituição do fundo de liquidez e inadimplência de outras garantias como causa de vencimento antecipado (Relatório §44).

65. A alegação da GDC de que teria recebido *waivers* dos debenturistas, autorizando a liberação de recursos, não foi aceita pela Acusação, pois além de sete dos *waivers* terem sido concedidos depois da



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

liberação de recursos, “*as cartas de ciência e perdão (waiver) de debenturistas não tem (sic) o condão de autorizar o agente fiduciário de descumprir uma determinação expressa da Escritura*”.

66. Embora a Acusação afirme que os *waivers* não dariam essa autorização ao agente fiduciário, parece-me que faltou dizer o porquê. Se os *waivers* foram válidos, é exatamente esse seu efeito.

67. Trata-se do mesmo equívoco de entendimento que expus ao tratar da conduta da GDC DTVM no tocante à não constituição das garantias nos termos assumidos na Escritura, qual seja, a de que o agente fiduciário deveria privilegiar o disposto na Escritura, mesmo diante da vontade da maioria dos debenturistas em sentido diverso.

68. Primeiro, é preciso notar que a lei faculta, e não obriga, que o agente fiduciário, sobrevivendo inadimplemento previsto na Escritura, declare o vencimento antecipado das debêntures (LSA, art. 68, §3º). Decidindo questão semelhante no PAS CVM nº 19957.006904/2017-24, j. em 23.10.2018, o Colegiado acompanhou o Relator, Presidente Marcelo Barbosa, quando consignou que, à luz do art. 68, §3º, da Lei 6.404, lhe parecia “*clara a opção do legislador por estabelecer que a antecipação do vencimento das debêntures seria uma faculdade a ser exercida no interesse da comunhão de debenturistas*”. No mesmo sentido já se manifestara o Colegiado, quando acompanhou o voto do então Presidente Marcelo Trindade, no PAS CVM nº RJ2003/5137, j em 2.03.2006, no sentido de que “*o não exercício da faculdade de declaração de vencimento antecipado de debêntures somente pode motivar acusação pela CVM quando se constatar que tal omissão se fez contra o interesse da comunhão dos debenturistas, em prejuízo ou com desprezo de tal interesse*”.

69. Segundo, e mais importante, essa acusação parece fazer uma certa confusão sobre o que significa atuar sob deveres fiduciários. Quem atua no interesse alheio é guiado pela vontade provável do outro, e limitado pela concreta. Qualquer discricionariedade fiduciária com *other people's money* deve ser guiada pelo melhor juízo que o fiduciário é capaz de fazer sobre qual seria a vontade dos fiduciantes em relação à decisão a ser tomada. Se as próprias *other people* se manifestam especificamente sobre a decisão, e de maneira que não haja suspeita sobre a regular formação de sua vontade, o fiduciário nem mais tem discricionariedade. Não há mais vontade provável ou teórica a ser estimada. Há um comando a ser seguido.

70. Por óbvio, se os próprios debenturistas se manifestam no sentido de suportar o inadimplemento, nem há como se questionar ser esse o interesse a ser efetivado pelo agente fiduciário, como fez a GDC DTVM.

#### • ***Dever de diligência e proteção dos interesses dos debenturistas***

71. Por fim, cabe tratar da imputação feita à GDC DTVM e à Orla DTVM de falta do dever de diligência para com os debenturistas, em infração ao art. 12, I, da Instrução CVM nº 28 e art. 11, I e II, da ICVM 583. Alegou a Acusação que GDC e Orla não teriam tomado nenhuma atitude efetiva em relação a diversos descumprimentos da Escritura, teriam falhado no acompanhamento da prestação de informações periódicas da Emissora e se preocupado apenas com a cobrança de valores



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

em relação aos seus serviços. Trata-se de acusação pelo “conjunto da obra” da atuação de cada agente fiduciário, apoiada na ocorrência das acusações específicas expostas nos subtópicos anteriores, e como cada uma delas já foi analisada com a conclusão de sua inoportunidade, a mesma conclusão se aplica à acusação que as trata como partes de um todo. Se nenhuma das irregularidades individuais ocorreu, tampouco poderia ter ocorrido a que decorreria de seu conjunto.

72. Acresça-se apenas breve menção ao comentário da acusação sobre a Orla DTVM ter sido diligente apenas na cobrança por seus serviços. Ou isto deveria gerar acusação de operação fraudulenta, em que a parte recebe sem contraprestação, ou deveria ser reconhecido como absoluta inexigibilidade de conduta diversa. Os acusados têm direito a ser tratados com seriedade e urbanidade. Se a acusação entende ter havido conduta irregular, que a indique e faça a subsunção a norma jurídica – como ocorre, aliás, em todo o restante do PAS Emissão e em todos os itens do PAS Gestão. Um chiste como este em nada acrescenta ao processo. Em sede preliminar, manifestei-me pelo indeferimento do pleito de nulidade baseada no uso de “expressões inflamadas” pela acusação, que reitero baseado na ideia de que a liberdade de manifestação deve ser plena sob a premissa de que excessos possam ser retrucados, que falsidade se responda com verdade, que opinião se responda com opinião, que falar o que se quer se responda com ouvir o que não se quer. Assim, sendo aceitável que isso ocorra sem prejudicar a legalidade do processo, fica aqui o desagravo ao comentário, em respeito ao patrimônio e até à dignidade dos acusados.

73. Dessa forma, entendo pela inoportunidade do descumprimento do art. 12, I, da ICVM 28, bem como do art. 11, I e II, da ICVM 583, por GDC DTVM e Orla DTVM, respectivamente.

#### **III.I.II. Positiva – Coordenadora líder**

74. Para a Acusação, a Positiva teria falhado como coordenadora líder, perante os adquirentes das debêntures, em descumprimento ao art. 11, I, da ICVM 476, por não ter diligenciado na verificação das informações e documentos produzidos a pedido da M.Invest (Relatório §69).

75. A Positiva também teria descumprido o inciso II do mesmo artigo, por deixar de divulgar “eventuais conflitos de interesses”, pois prestava serviços de escrituração e custódia para o FIP Atlantis, controlador da Emissora, e de escrituração, custódia e distribuição para fundos de investimento adquirentes das debêntures, todos eles geridos pela MHFT e administrados pela ICLA DTVM, à época integrantes do mesmo grupo econômico da Positiva (todas sucedidas por incorporação pela ICLA Consultoria, que concentra as acusações) (Relatório §77).

76. Sobre a verificação de informações, concordo com a alegação da defesa de Positiva e Luiz Abreu de que a Emissora se valeu de prestadores de serviço líderes de mercado e com reconhecimento internacional, não se podendo exigir da coordenadora líder que procedesse a auditoria própria ou refizesse os trabalhos. Assim como expus em relação aos agentes fiduciários, também o intermediário líder de uma oferta pública pode confiar em instituições e profissionais



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

externos contratados, desde que analise criticamente as informações recebidas e aprofunde suas análises diante de sinais de alerta. Trata-se de entendimento pacífico neste Colegiado<sup>1</sup>.

77. No presente caso, a Positiva apresentou, em sede defesa e em complemento aos documentos enviados na fase de investigação, uma extensa relação de análises e documentos que, a meu ver, comprovam não ter ela aceitado passivamente as opiniões e pareceres de terceiros sobre as informações da Emissora divulgadas na Oferta, como entendeu a SRE (Relatório §119).

78. No tocante às garantias, remeto aos mesmos argumentos que expus quando analisei a conduta da GDC: a sua regularidade, suficiência e exequibilidade foram avaliadas por escritório de advocacia de ponta, podendo o intermediário líder se fiar nessa avaliação.

79. Em relação ao conflito de interesses, entendo que a Acusação também não procede, mas com importantes ressalvas. De início, discordo de uma das linhas argumentativas da defesa, quando alega um alinhamento de interesses entre FIP Atlantis e Positiva. Embora seja verdade que elas têm o mesmo interesse de obter sucesso na distribuição das debêntures, isto não afasta o potencial conflito de interesse nessa ponta. Neste ponto, por transparência e economia, remeto à fundamentação do voto da Diretora Marina Copola – embora o processo seja de minha relatoria, em meu entendimento inicial havia concordado com esse alinhamento de interesses, mas me convenci pelas considerações por ela apresentadas.

80. Em relação à circunstância de a Positiva atuar nas duas pontas (na distribuição como coordenadora líder e na aquisição como prestadora de serviços de alguns dos fundos), a regulação não proíbe a atuação com esse potencial conflito, mas exige a divulgação.

81. A divulgação a meu ver é o ponto mais delicado. Como argumenta a defesa da Positiva, todos os debenturistas receberam e deram ciência sobre a *possibilidade de conflito de interesse*, prevista no item 5 dos Termos de Uso. No caso dos debenturistas FI Sicília e FIM Oslo, administrados e geridos por partes relacionadas à Positiva, seus cotistas, fundos RPPS, autorizaram a realização de operações em conflito de interesses, ao aderirem a seus regulamentos, que previam essa possibilidade no inciso VI do art. 8º (Relatório §248).

82. Em termos do objetivo regulatório de aprimorar a formação da vontade e possibilidade de fiscalização dos vários interessados, não acho que houve uma divulgação satisfatória. Assim, reconheço a legítima preocupação da Área Técnica, assim como penso que qualquer entendimento pela ocorrência da infração estará alinhada ao que se quis assegurar com a obrigação de divulgar os eventuais conflitos. O padrão de divulgação observado no caso concreto está longe do desejável. Acredito que o objetivo dessa previsão normativa é que a matéria deveria ter sido divulgada de forma específica, não apenas com menção ou autorização da possibilidade de existência de partes relacionadas na operação, mas, também, com algum documento que evidenciasse quem seriam essas

---

<sup>1</sup> Entre outros, PAS nº 25/03, j. em 25.03.2008 (Dir. Rel. Eli Loria, cf. em especial voto da Pres. Maria Helena Santana); PAS nº 01/2007, j. em 22.09.2016 (Dir. Rel. Pablo Renteria); PAS nº RJ2014/8013, j. 28.08.2018 (Dir. Rel. Gustavo Gonzales); PAS nº 19957.010193/2019-54, j. 21.03.2022 (Dir. Rel. Flávia Perlingeiro).



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

partes, qual a relação entre elas, e quais posições elas ocupam na operação. Novamente, registro minha concordância, aqui, às demais considerações constantes da Diretora Copola sobre a extensão desse dever.

83. Minha posição de que não houve a infração decorre apenas da adoção de uma interpretação estrita da norma, própria para fins punitivos. O inciso II fala apenas em divulgar eventuais conflitos de interesses, de maneira ampla. Com isso, o que me parece ter sido o objetivo da norma não foi cumprido com a concordância prévia e genérica dos investidores. Mas o ônus de deixar claros seus objetivos é da norma, que também foi genérica, e não pode contar com o julgador para torná-la mais específica quando se depara com fatos que formalmente cumprem o que o texto prevê. Isso seria aplicar a falácia dos *moving goal posts* e criar tipos com aplicação retroativa contra o réu. Ser ruim não significa que não foi feito.

84. Assim, entendo ter sido aceitável a divulgação aos debenturistas e, em um nível acima, aos cotistas de fundos debenturistas, sobre a possibilidade de ocorrência de conflitos de interesses em operações intermediadas por sociedades integrantes do grupo NPF, entre elas a Positiva.

85. Entendo, assim, que a Positiva não descumpriu os incisos I e II do art. 12 da ICVM 476.

#### III.I.III. M.Invest

86. Primeiramente, entendo estar comprovado, como afirma a SRE, o descumprimento do inciso IV do art. 17 da ICVM 476, no tocante às DFs de 31.12.2018, pois a M.Invest não as divulgou no prazo de três meses do encerramento do exercício social, como ela própria reconheceu em fato relevante (v. §82 do Relatório). De forma similar, no PAS CVM nº 19957.009863/2018-17, j. em 11.10.2022, Dir. Rel. Otto Lobo, Cyro e Lorival Rodrigues foram condenados por não elaborarem tempestivamente as DFs de 31.12.2015 e 31.12.2016 e por não elaborarem as DFs de 31.12.2017.

87. Entendo, ademais, que assiste razão à Acusação, ao imputar a infração à M.Invest e aos administradores/controladores, pois, nos termos do **caput** e do §4º do art. 17<sup>2</sup> da ICVM 476, o cumprimento das obrigações trazidas pelo dispositivo recai tanto sobre o emissor quanto sobre seus controladores e administradores.

88. Do mesmo modo, cabe à M.Invest e a Cyro e Lorival Rodrigues a responsabilidade pelo descumprimento do inciso VII do mesmo art. 17, em virtude do não fornecimento, à CVM, após solicitação e reiteração expressa (Relatório, §§91 e 92), do livro razão contábil da M.Invest e das informações sobre os valores subscritos por cada debenturista.

89. A SRE também concluiu pelo descumprimento de outros deveres impostos à Emissora, pela ICVM 476, a partir de esclarecimentos sobre a Oferta, prestados em 22.04.2019 (v. §§83 e 84 do Relatório). Os acusados não apresentaram defesa nos autos, mas, nos termos do art. 28 da Resolução

---

<sup>2</sup> “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: (...) §4º: Os controladores e administradores do emissor são responsáveis pelo cumprimento das obrigações previstas neste artigo.”



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

CVM nº 45/2021, “[a] revelia não importa em confissão quanto à matéria de fato e não torna incontroversas as alegações da acusação”. Levarei em conta ao decidir, porém, os supracitados esclarecimentos prestados durante a investigação.

90. Para a Acusação, a M.Invest, em seus esclarecimentos, ao apenas relacionar os diversos intermediários e assessores que contratou para a Oferta, não apresentou qualquer evidência de que as informações oferecidas aos investidores eram verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, como exige o caput do art. 10 da ICVM 476. Porém, na verdade, a M.Invest não relacionou apenas os intermediários e assessores da Oferta, mas disponibilizou os laudos, documentos e pareceres por eles preparados e que subsidiaram a operação (Relatório §83).

91. Foram esses documentos que deram suporte ao disposto na Escritura e, conforme já expus ao longo desse Voto, a Acusação não demonstrou ou mesmo apontou erros, omissões ou defeitos em suas disposições.

92. Em relação aos descumprimentos da Escritura, que a Acusação também imputa à M.Invest, fato é que os próprios debenturistas, por meio de *waivers* ou aditamento

93. Escritura, aceitaram que suas disposições fossem cumprida de forma diferente ao que ela originalmente previa. Assim, se passou com a destinação dos recursos captados na Emissão, com a não constituição da garantia referente à alienação fiduciária de Imóveis e do fundo de liquidez e com a não integralização das debêntures em dinheiro, todos aprovados pelos *waivers* ou pelo aditamento da Escritura em 05.09.2016.

94. A Acusação também considera como descumprimento do caput do art. 10 da ICVM 476, a suposta falta de informações sobre conflito de interesse, sem especificar, porém, qual conflito de interesses diria respeito à Emissora e de que forma ele deveria ser divulgado.

95. Considero, assim, de tudo o exposto, que não ficou demonstrado que a M.Invest deixou de oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores da Oferta, de que forma que deve ser afastada a imputação de infração ao caput do art. 10 da ICVM 476, dirigida a ela e a Cyro Rodrigues e Lorival Rodrigues.

#### **III.I.IV. BFL, Trending e Terra Nova (PAS Gestão)**

96. Do outro lado da operação, em sede do PAS Gestão, conforme se observa dos §§258-276 do Relatório, são acusadas as gestoras BFL, Trending e Terra Nova e seus representantes. Em síntese, por suposta ausência do dever de diligência para com os cotistas dos fundos que geriam, ao adquirirem as debêntures emitidas pela M.Invest, sem considerar ou apreçar o devido risco.

97. De início, destaco que considero a data de 28.09.2015 como o momento a partir do qual a Acusação entende que as gestoras deveriam ter conhecimento dos riscos que afirma pairarem sobre a Emissão. Foi quando a assembleia geral dos investidores dos CRIs lastreados em obrigações da M.Invest deliberou a recompra compulsória dos títulos (cf. §5 deste voto e §§14 e 261 do Relatório).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Dessa forma, entendo que as aquisições feitas em período anterior estariam condizentes com práticas de atuação diligente sem análise adicional, pois nem havia sinal de alerta.

98. Entretanto, discordo que a decisão sobre recompra dos CRIs, por si só, denote alto risco de inadimplência. Trata-se de escolha negocial. Realmente, a possibilidade de exercer a recompra dos CRIs foi legitimada pelo inadimplemento de obrigação do Termo de Securitização, o que não significa dizer que o ativo, por isso, possuía um alto risco de inadimplência. Poderia, por exemplo, haver um problema de fluxo de caixa que não permitiu o adimplemento até a data pactuada e a securitizadora ter julgado mais promissor investir em outro ativo.

99. A expressão “alto risco de inadimplência” não tem definição precisa. Segundo o relatório da LF Rating, a nota B é conferida quando o risco de inadimplência é provável, isto é, as garantias têm pouca possibilidade de cobrirem o pagamento do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. Já a nota C é atribuída quando as garantias são insuficientes para honrarem os compromissos, sendo o risco de inadimplência muito alto. Qualquer que seja a interpretação adotada sobre o termo pela Acusação, ela não é condizente.

100. Nesse sentido, observa-se que a dívida total das debêntures correspondia a R\$ 420 milhões (v. §9 do Relatório), e, em 31.03.2015 as propriedades da M.Invest (usadas como garantia definitiva, v. §13 do Relatório) foram avaliadas em R\$ 850 milhões pela Ernst Young (§329 do Relatório). Além disso, em novo relatório da Ernst Young de março de 2016 esse valor foi aumentado para R\$ 1,2 bilhões<sup>3</sup>. As grandezas são mais do que suficientes para honrar a dívida, o que permite descaracterizar o “alto risco de inadimplência”.

101. No que concerne aos problemas constatados pela concessão de *waiver* e pelas AGDs, mesmo que signifiquem percalços econômicos pela emissora, não necessariamente implicam inadimplência. Parte das garantias consistia em bens imóveis, insuficientes para resolverem iliquidez de curto prazo, mas poderiam ser alienados para o integral pagamento da dívida, e pareciam suficientes para tanto. É para isso que servem.

102. Em suma, é razoável dizer que os problemas traziam a necessidade de alguma medida pelas gestoras, mas é irrazoável dizer que elas deveriam ter ignorado tanto o Relatório de Rating quanto a avaliação da Ernst Young para considerar algo completamente destoante, apenas porque assim lhes pareceu (ou, mais precisamente dizendo, porque assim pareceu à Acusação anos depois, quando o ativo deu problema por razões diferentes e imprevisíveis, como a extensão da falência).

103. Dentre as três gestoras acusadas, a última a adquirir as debêntures foi a Terra Nova, em 18.08.2016 (v. §338 do Relatório). No entanto, o rating foi reduzido de A- para BBB em 03.08.2017, por razões alheias a uma possível insuficiência das garantias. Apenas em 26.09.2017 houve a redução para C devido à falência da Magazine Incorporações e a possibilidade de declaração de vencimento antecipado da M.Invest (v. §20 do Relatório). É notório, ainda, que, mesmo diante dessa

---

<sup>3</sup> Deliberadamente uso o plural para designar grandezas superiores à unidade, ao invés de a partir de dois.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

situação, não havia clareza acerca da relação entre a M.Invest e a Magazine, tampouco sobre as possíveis consequências desse evento. Não à toa, o Relatório da 3ª Revisão de Rating emitido pela LF Rating declarou “[A] pesar da (sic) empresa sob pedido de falência não ter laços societários diretos com a M.INVEST, ainda restavam as consequências indiretas sobre a operação (...)”.

104. Percebe-se, portanto, que apenas na terceira avaliação de rating a suficiência das garantias é posta em dúvida. Até essa mudança, parece plenamente razoável entender pela segurança do ativo. Fosse alguma aquisição das debêntures após esse terceiro relatório, feita ainda pelo seu valor original, e sem considerações detidas sobre análises adicionais que contrapusessem o relatório, aí seria possível afirmar sobre falta de dever de diligência.

105. Ante o exposto, voto pela absolvição das gestoras BFL, Terra Nova e Trending Gestão, bem como dos seus respectivos diretores José Gadenz, José Vieira e Fabrício Fernandes

### **III.II. OPERAÇÃO FRAUDULENTA**

106. A Acusação considerou a própria Emissão como uma operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários. Com isso, acusa de praticar tal infração, no PAS Emissão, a M.Invest e seus representantes Cyro Rodrigues e Lorival Rodrigues, e a Positiva (sucédida pela ICLA) e seu representante Luiz Abreu. No PAS Gestão, a ICLA DTVM e a MHFT são as acusadas, como gestoras dos fundos FI Sicília e FIM Oslo (Relatório, §§94-107).

107. A peça acusatória do PAS Emissão também relaciona a GDC entre os autores da suposta operação fraudulenta (itens 257, 260, 263 e 265), mas, ao fim, no item 271, acaba por não lhe imputar a infração (Relatório §107). Pode ter sido por erro material, passível de ser retificado nos termos do art. 41 da Resolução CVM 45. Porém, não haveria proveito prático nesta retificação, que apenas acresceria aos autos as alegações contrárias da GDC, pois, com os elementos disponíveis no processo, já é nítida a improcedência de eventual imputação a ela de operação fraudulenta.

### **III.II.I. M.INVEST, CYRO E LORIVAL RODRIGUES, POSITIVA E LUIZ ABREU (PAS EMISSÃO)**

108. M.Invest, Cyro Rodrigues e Lorival Rodrigues não apresentaram defesa (Relatório §109). Positiva e Luiz Abreu, na peça original de defesa e na resposta à manifestação complementar (Relatório, §§130-136 e 253-257), rejeitam a acusação, alegando que a Acusação não teria descrito fato ou conduta relacionados aos elementos do tipo da infração.

109. Realmente, a Acusação precisa demonstrar a ocorrência de todos os elementos do tipo. No caso da operação fraudulenta, a utilização, pelos acusados, 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”*.

110. Nesse sentido, embora reconhecendo alguma falta de clareza na peça acusatória, entendo que, complementada pela manifestação posterior em respostas às defesas (Relatório, §§94-107 e 197-199), consegue descrever os elementos pelos quais entende que a Emissão, como um todo, teria configurado uma operação fraudulenta, praticada pela empresa emissora, pela coordenadora líder. e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

pelo agente fiduciário (embora, por aparente lapso, não tenha acusado a GDC como agente fiduciário).

111. Em apertada síntese, a atuação da Positiva e sociedades ligadas (ICLA DTVM e MHFT) nas duas pontas da operação, colocando e adquirindo debêntures, estaria no centro do que seria o “ardil” voltado a colocar em erro os investidores finais, que seriam os cotistas dos fundos adquirentes dos títulos. Do ardil também fariam parte a omissão na divulgação de potenciais conflitos de interesses e a ocultação dos riscos de inadimplência das debêntures, de que a Positiva teria ciência, por prestar serviços ao FIP Atlantis, controlador da M.Invest.

112. Também integrariam o conjunto de artifícios empregados pelos acusados a realização de atos que a Acusação descreve como contrários à Escritura: (i) a subscrição das debêntures com ativos, realizadas por pessoas físicas e jurídicas supostamente ligadas à Emissora, o que supostamente lhes daria o controle das AGDs, em conjunto com os fundos administrados pela ICLA DTVM, e permitiria a emissão de *waivers*, e (ii) a liberação de recursos para a Emissora antes da constituição do fundo de liquidez.

113. Para a Acusação, os prejudicados por esses atos, ao fim e ao cabo, teriam sido cotistas dos fundos de investimentos que adquiriram debêntures em espécie e que, em última instância, forneceram os recursos em dinheiro captados na Emissão. Os administradores e gestores desses fundos foram acusados no PAS Gestão – os dos fundos com prestadores atuando em partes relacionadas, FI Sicília e FIM Oslo, por operação fraudulenta, e os dos que não tinham potenciais conflitos, como já exposto, por quebra no dever de diligência.

114. Por fim, todas essas ações evidenciariam o dolo específico de obter vantagens ilícitas por parte da M.Invest (através dos recursos captados com as debêntures) e da Positiva (através de uma remuneração acima da média do mercado, pela intermediação da Oferta), completando, assim, o último elemento do tipo.

115. Entretanto, embora os elementos do tipo estejam bem descritos na peça acusatória, eles se amparam, em sua maior parte, em teses que já foram rebatidas ao longo deste Voto. Com efeito, como concluído anteriormente, os potenciais conflitos foram divulgados e autorizados por todos os debenturistas e, também, pelos cotistas dos fundos FI Sicília e FIM Oslo, que tinham como administradora e gestora empresas ligadas à Positiva. Convém deixar claro que uma eventual não divulgação de potenciais conflitos, por si só, não pode ser considerada “ardil” num contexto de fraude (a Acusação não diz isso, aliás – ela trata a suposta omissão como parte de um todo).

116. O outro componente do “ardil” seriam os atos que a Acusação afirma terem sido praticados em desacordo com a escritura de debêntures. Porém, todos foram objeto de *waivers*, formalizando a ciência e a concordância dos investidores, e posterior aprovação em AGD e aditamento da Escritura, não havendo nos autos nem mesmo alegação, e muito menos qualquer evidência, de que a vontade desses investidores estivesse viciada em tais decisões.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

117. Em relação à alegada má situação financeira da Emissora, que a Acusação afirma que a Positiva conhecia e ocultou dos investidores, a peça acusatória e a manifestação complementar citam matérias jornalísticas e reclamações em sites de notícias, sobre supostos problemas vividos, à época, pela M.Invest. Porém, notícias anteriores às operações são, obviamente, tão públicas e acessíveis aos investidores quanto à Acusação, e as posteriores de nada importam para avaliar a conduta conforme o momento de sua prática. Ademais, a situação financeira deve estar refletida e estudos, pareceres e opiniões legais de terceiros de reconhecida reputação profissional, que suportaram a Emissão, todos anexados aos autos, e que deram suporte à operação, em seus aspectos financeiros e legais. A Acusação parece não considerar a extensão à M.Invest dos efeitos da falência de uma empresa (questionabilíssimamente) relacionada ao mesmo “grupo” como fator não só determinante da inadimplência, mas também imprevisível.

118. Não é só. A escritura das debêntures já divulgava a existência de endividamento anterior à emissão, ao prever, em sua Cláusula 3.1, que os recursos captados seriam utilizados, em parte, para a quitação dos CRIs. A própria Acusação, em seu §9, registrou que o ponto foi apurado no PA 19957.009157/2017-86, arquivado em 29.03.2019, pois “*não há irregularidade no fato da (sic) 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*”.

119. Ainda na linha da fragilidade financeira da M.Invest, a manifestação complementar no PAS Emissão também analisa indicadores econômico-financeiros da empresa à época da emissão, bem como apontamentos do SERASA. A Defesa, a meu ver, refuta de maneira bem consistente a análise desses indicadores (Relatório, §§241-246). Do mesmo modo, informações da SERASA não bastam para subsidiar análise de risco de crédito para emissão de debêntures. Discordo, por um lado, do argumento da Defesa de que os dados não serviriam para dar suporte a análise, porque a SERASA não está registrada na CVM para emitir classificação de risco de crédito em operações estruturadas. O registro na CVM ou perante qualquer órgão não dá, nem sua falta retira, poderes mágicos de gerar informações fidedignas. Fatos são fatos e a Acusação tem razão em considerar que, se havia informações do SERASA disponíveis à época, essas informações tinham relevância para avaliar a emissora e sua capacidade de pagamento. Mas, novamente, são informações públicas – e devem ser contrapostas a outras, como o rating elaborado com metodologia auditável e voltada a características próprias da operação. Na conclusão, concordo com a Defesa, mas de modo algum pela fundamentação de dar maior valor a uma entidade por ser registrada aqui ou acolá e menor a outra por não o ser. Tratando-se de informações verídicas, o valor do argumento que nelas se baseia deve vir de seu conteúdo, não de quem o profere – e menos ainda se o autor tem ou não algum registro.

120. Por fim, a Acusação argumenta que, desde maio de 2015, já existiam informações públicas e fatos relevantes divulgados sobre problemas de inadimplência dos CRIs emitidos pela M. Invest (v. Relatório, §§261-262), que culminaram na deliberação de vencimento antecipado pelos investidores, em setembro de 2016. Mais uma vez, tratando-se de informações públicas, não há como se sustentar a alegação de que foram “omitidas” dos investidores. De um lado, registro que a deliberação de



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

vencimento antecipado dos CRIs somente foi divulgada no relatório do agente fiduciário relativo a 2016, datado de 28.04.2017 (Relatório §376), não havendo prova nos autos de que a tal documento tenha sido dada publicidade geral e de que a Positiva tivesse tido ciência da informação anteriormente. Porém, mesmo que houvesse, o conhecimento dos problemas com os CRIs não deveria, necessariamente, determinar à coordenadora líder que interrompesse a oferta das debêntures, pois a 1ª AGD, realizada em 27.04.2016, alterou a Escritura, de modo a permitir a aceitação de outros imóveis como garantia da emissão, que não os shopping centers que já estavam alienados fiduciariamente aos detentores dos CRIs (Relatório §16)

121. Concluindo, embora plausível a construção da Acusação sobre o mecanismo do ardil, do convencimento dos investidores por meio da omissão de informações cruciais para sua decisão, cada elemento desse ardil não estava configurado nem mesmo individualmente. Não havendo um dos requisitos, em tese é desnecessário tratar dos demais, mas desnecessário não significa inadequado.

122. Note-se que nem mesmo houve esforço argumentativo para tratar de dolo específico, mas a vantagem indevida seria o suposto descompasso da remuneração recebida pela Positiva, de 9% dos valores captados, com a prática do mercado. Para a Acusação, esse percentual só teria sido possibilitado por sua atuação nas duas pontas de uma operação que não teria ocorrido de forma competitiva. A Acusação, porém, em sua manifestação complementar, apesar de citar estudos indicando custos entre 2,5% e 3,9% , afirma não ter “*dados precisos do custo médio de estruturação e distribuição de ofertas públicas realizadas com base na Instrução CVM nº 476*”. A Acusação não trouxe, portanto, elementos conclusivos a demonstrar que o valor pactuado seria abusivo e se configuraria numa vantagem ilícita para a Positiva. Mesmo que tenha sido uma contratação acima de preço de mercado, ainda que abusiva, não constitui a mesma infração que a fraude – a remuneração foi divulgada amplamente, afinal. Para que essa vantagem indevida compusesse a operação fraudulenta, ela teria que ter sido obtida não por uma cláusula que menciona expressamente sua dimensão, mas por desvios, contraprestações forjadas, condicionamento a situações de fato inocorridas e daí por diante.

123. De tudo o exposto, concluo pela improcedência da acusação de realização de operação fraudulenta, formulada no PAS Emissão.

#### **III.II.II. ICLA (SUCESSORA DE ICLA DTVM E MHFT) (PAS GESTÃO)**

124. Conforme se observa do §308 do Relatório, a operação fraudulenta teria ocorrido pois a ICLA, como administradora e gestora do FI Sicília e do FIM Oslo teria adquirido as debêntures MINV11 por valor incondizente com o seu grau de risco. A aquisição por preço excessivo teria sido proposital, pois ela saberia dessas informações por ser também gestora e administradora do FIP Atlantis, controlador da M.Invest.

125. Essas aquisições indevidas supostamente (i) garantiram a ICLA o efetivo controle das AGDs que permitiam concessões a M.Invest e, assim, mantinham os cotistas e outros debenturistas em erro, e (ii) serviram para que o Grupo NPF aferisse vantagem indevida devido ao repasse dos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

percentuais das subscrições devido a um percentual de repasse supostamente incompatível com as práticas de mercado, o que colocaria em xeque o fundamento econômico da operação.

126. Novamente, trata-se de construção que, em abstrato e em alguma medida, para de pé. Porém, as interligações e possíveis conflitos de interesse entre as prestadoras de serviços são um pilar fundamental desse ardil, que já se desfez na análise das acusações específicas de omissão na divulgação de situações de conflitos de interesse. Se o ardil era a omissão de um possível conflito, como houve divulgação e concordância dos investidores, não há ardil.

127. Adicionalmente, a Acusação sustenta que por haver essa relação entre a emissora e a gestora, esta saberia das dificuldades financeiras da emissora e do suposto alto risco de inadimplência. Entretanto, conforme §22 do Relatório, o suposto alto risco de inadimplência, isto é, quando as garantias poderiam não ser suficientes para pagar a dívida, só passou a existir muito depois, com a extensão dos efeitos da falência da Magazine Incorporações para a M.Invest e mais de cem outras empresas (do que se trata mais amiúde nos §§130 e ss.).

128. Ressalte-se também, nesse sentido, que a presunção do conhecimento de informações pela ICLA só pode alcançar as informações da própria M.Invest. Não há nos autos nenhum indício de que a ICLA possuiria alguma relação com a Magazine que lhe permitisse saber sobre sua situação financeira. Concordo que a ICLA tinha plena ciência sobre as dificuldades financeiras da M.Invest. Mas a própria Acusação reconhece que isso seria de conhecimento comum desde a Recompra Compulsória dos CRI's. O que determinou a inadimplência, repito, foi a insuficiência das garantias, após a decretação da falência, que decorreu de fato não apenas alheio ao controle da ICLA, como também imprevisível.

129. No que tange a alegação de que a ICLA possuía o controle das AGDs, há uma legítima constatação da Acusação nesse tópico, referente ao meio pelo qual esse controle foi adquirido. Conforme se observa dos §§265-267 do Relatório, mais de 50% das debêntures foram subscritas pela M.PAR e pela M.Agro. Apesar de a relação dessas empresas com a M.Invest não estar clara, alguma proximidade era evidente (além do que a denominação sugere). Cf. §§268 e 269 do Relatório, sobre os dados apresentados nos Boletins de Subscrição terem relação direta com Cyro e Lorival Rodrigues. Embora essa aquisição, por si só, nada diga quanto a intuito fraudulento, o que poderia ser considerado um indício é o fato de essas empresas do M.Group terem feito a subscrição das debêntures mediante integralização por notas promissórias, contrariamente ao estabelecido inicialmente na Escritura, pois só poderia ser em moeda nacional.

130. Nesse sentido, é plausível questionar se essas empresas conseguiram fazer essa subscrição dessa forma por serem do M.Group e acarretar um abusivo exercício de poder de controle. No entanto, três fatores mitigam essa tese acusatória. Primeiro, ainda há uma distância entre esses fatos e a efetiva participação da ICLA como gestora nesse tópico. Embora haja de fato uma relação, consubstanciada pela ICLA ser gestora do FIP Atlantis e este ser controlador da M.Invest,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

participante do M.Group, isso não implica que a ICLA, como gestora, teria tido participação no errôneo aceite das notas promissórias.

131. Segundo, porque não vejo elementos para configurar qualquer influência indevida ou abuso de qualquer tipo. Todas as AGDs foram aprovadas por unanimidade, o que desmonta a tese de interferência inadequada nas assembleias. Teoricamente, ainda se poderia conceber de interferência indevida de outras formas, pois ausência de prova não é prova de ausência, mas não vejo alegação da acusação nem elemento probatório ou indiciário nesse sentido. Em todo caso, também convém destacar que, apesar de as AGDs terem sido aprovadas por unanimidade apenas dos presentes, os *waivers* (objeto da 1ª AGD) foram concedidos por **todos** os debenturistas. À época, os votos proferidos por fundos com partes relacionadas (FII Sicília e FIM Oslo) representaram apenas 13% das debêntures em circulação. A seguir apresento uma tabela sobre a participação dos debenturistas nas deliberações mais relevantes. Embora faltem dados sobre a efetiva participação dos debenturistas com partes relacionadas, os números pressupõem que eles sempre estiveram presentes e votaram nas deliberações.

Deliberação	Debêntures em circulação	Participação	Percentual Relacionado	Percentual Não Relacionado
<i>Waiver</i>	3.342	100%	13%	77%
1ª AGD	3.342	72%	13%	59%
2ª AGD	16.985	82%	67%	15%
3ª AGD	17.486	94,36%	66,66%	27,7%

132. O terceiro ponto, por sua vez, trata de as aquisições da M.Agro e da M.Par serem todas após a 1ª AGD que justamente deliberou por aceitar outras formas de integralização das debêntures, e, além disso, esse meio de integralização sequer foi exclusivo pelas duas, pois outros debenturistas assim fizeram, inclusive antes dessas duas.

133. Tampouco se pode dizer que manteve outros debenturistas em erro. Conforme se constata da concessão de *waiver*, ele justamente denotava ciência dessa integralização e, ainda assim, optaram pela liberação dos recursos.

134. Por fim, trato do suposto arдил mencionado ao §264 do Relatório, acerca da participação da deliberação na 3ª AGD no que concerne à pesquisa sobre existência de grupo econômico entre M.Invest e Magazine Participações. Há mesmo grande complexidade nessa pesquisa, porém acredito haver indícios contrários que corroboram o entendimento da AGD. Conforme se observa da 5ª Alteração do Contrato Social da M.Invest (também deliberou por sua transformação em S.A.), a Magazine Incorporações *havia sido* quotista da M.Invest, mas deixou de sê-lo ao alienar sua participação a outra empresa. (v. §20 do Relatório). Assim, o fato de a Magazine Incorporações retirar-se do quadro societário da M.Invest, alienando sua participação (no caso a M.PAR), seria um indicativo de que antes havia essa relação direta que depois deixou de existir com essa alteração.

135. Ainda que não fosse o caso, mesmo o risco da extensão de efeitos da falência era de uma visibilidade bastante questionável. De um lado, o bizarro instituto já estava suficientemente



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

conhecido como prática de alguns juízos falimentares, a ponto de sua ilegalidade não mais poder ser tida como imprevisibilidade para tomadores de decisão ciosos dos riscos reais a que os negócios estão sujeitos. De outro, porém, a ligação entre a M.Invest e a Magazine Incorporações era tão tênue – a falida fora um dia sócia da M.Invest e deixara de ser antes da emissão – que as descon siderações de relações jurídicas necessárias para alcançá-la seriam previsíveis apenas para decisões de âmbito trabalhista.

#### IV. CONCLUSÃO

136. Por todo o exposto, sobre a participação da ICLA (tanto na Emissão quanto na Gestão) e a atuação da M.Invest, entendo que as defesas apresentaram explicações plausíveis e provas convincentes, de modo que a suposta realização de operações fraudulentas é descaracterizada.

137. Voto pela absolvição da ICLA e da M.Invest, bem como de seus representantes (Luiz Abreu, Cyro Rodrigues e Lorival Rodrigues) quanto à imputação de prática de operação fraudulenta.

138. Quanto à imputação de falta do dever de diligência (art. 92, II da Instrução CVM 555), voto pela absolvição das gestoras BFL, Terra Nova e Trending Gestão, bem como dos seus respectivos diretores José Gadenz, José Vieira e Fabrício Fernandes.

139. Com relação as acusações sobre descumprimento de deveres fiduciários dos agentes fiduciários para com os debenturistas, voto pela absolvição de GDC DTVM e Orla DTVM.

140. Pelo atraso na entrega das DFs de 2018, voto pela condenação da M. Invest, Cyro Rodrigues e Lorival Rodrigues, por infração ao art. 17, IV, da ICVM 476. Para Cyro e Lorival, em linha com precedente de mesmo objeto e acusados, adoto como pena-base de multa o valor de R\$ 90 mil para cada<sup>4</sup>. Para a M.Invest, voto pela aplicação de multa com pena-base de R\$ 180 mil. Incide para os três acusados a agravante de conduta reiterada, com base na condenação prévia mencionada, que fixo em 15%. **Multa para Cyro Rodrigues: R\$ 103.500,00. Multa para Lorival Rodrigues: R\$ 103.500,00. Multa para M. Invest: R\$ 207.000,00.**

141. Voto pela condenação da M.Invest, Cyro e Lorival por infração ao art. 17, VII, da ICVM 476, pelo não fornecimento de informações e documentos solicitados pela CVM, fixando em R\$ 20 mil a pena-base para Cyro e Lorival e em R\$ 40 mil para a M. Invest. **Multa para Cyro Rodrigues: R\$ 20.000,00. Multa para Lorival Rodrigues: R\$ 20.000,00. Multa para M. Invest: R\$ 40.000,00.**

Rio de Janeiro, 13 de junho de 2024

**João Accioly**  
Diretor Relator

---

<sup>4</sup> PAS CVM nº 19957.009863/2018-17, j. em 11.10.2022. À ocasião, tendo sido as infrações cometidas antes d entrada em vigor da Lei nº13.506/2017 o Diretor Relator aplicou multa no valor de R\$100.000,00, pelo atraso na entregas das DFs em dois exercícios e por terem Ciro e Lorival Rodrigues incorrido na mesma infração nos exercícios de 2015 e 2016 e de R\$120.000,00, pela não elaboração das DFs do exercício de 2017.