



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

www.cvm.gov.br

PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES CVM

Nº 19957.010194/2019-07 E Nº 19957.010053/2021-09

Reg. Col. 1973/20 e 2669/22

- Acusados:** PAS CVM nº 19957.010194/2019-07: 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 CVM nº 19957.010053/2021-09: ICLA Consultoria Ltda.; 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

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Eu acompanho o voto do Relator, exceto em relação à absolvição da Positiva e de Luiz Eduardo Franco, no que diz respeito à violação ao art. 11, inciso II, da Instrução CVM nº 476/2009; da GDC DTVM, em relação à infração ao art. 12, inciso XVII, da Instrução CVM nº 28/1983; e da Orla, em relação à infração ao art. 15 da Instrução CVM nº 583/2016.
2. Apresento minhas razões para tanto a seguir, considerando, primeiro, o dever informacional imposto ao intermediário líder, e, então, aquele a que estavam sujeitos os agentes fiduciários.
3. Antes, no entanto, gostaria de tecer algumas considerações sobre a imputação de operação fraudulenta no presente caso.



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

www.cvm.gov.br

4. Reconheço que, como apontado pela SRE e pela SIN, saltam aos olhos: **(i)** o grau de favorecimento da M. Invest no decorrer da Oferta; **(ii)** a omissão dos potenciais conflitos de interesses tanto do intermediário, no decorrer da distribuição, quanto dos debenturistas que eram relacionados à M. Invest e participaram das deliberações que lhe concederam *waivers*; e **(iii)** o aumento da exposição dos investidores potencialmente conflitados no decorrer da Oferta, que os fez majoritários à altura da assembleia geral de debenturistas realizada em maio de 2017.

5. Contudo, ao analisar detidamente a acusação e os elementos probatórios do caso, entendo não ser possível concluir pelo preenchimento dos elementos de prática de operação fraudulenta, ainda que, ao que tudo indica, os *waivers* tenham sido concedidos em detrimento dos interesses dos fundos que desembolsaram recursos no âmbito da Oferta. É preciso ponderar que a mera dispensa do cumprimento de determinadas obrigações do emissor por parte dos debenturistas não é suficiente para afastar eventual vício na formação da vontade em um caso de operação fraudulenta.

6. Diante disso, sem subsídios adicionais, é legítimo questionar a lealdade da conduta dos gestores perante os cotistas desses veículos – falha que, no entanto, não chega a ser apontada pela Acusação.

7. Feitas essas ponderações, passo a tratar da suposta divulgação de conflito de interesses pela Positiva.

Divulgação de conflito de interesses pela Positiva

8. Entendo que a Positiva descumpriu o art. 11, inciso II, da Instrução CVM nº 476/2009 por não ter divulgado expressamente que a MHFT e a ICLA DTVM, integrantes de seu grupo econômico, eram responsáveis, respectivamente, pela gestão e pela administração fiduciária do FIP Atlantis, controlador direto da M. Invest, emissora das debêntures ofertadas.

9. A meu ver, é evidente que essa situação é apta a ensejar conflito de interesses entre a emissora e os investidores.

10. Como intermediário líder da Oferta, a Positiva estava sujeita a deveres fiduciários e de conduta impostos pelo regime das ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, nas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

quais a atuação deste prestador de serviços como *gatekeeper* tinha especial relevância, tendo em vista a dispensa de registro junto à autarquia.

11. A relação de prestação de serviços entre entidades do grupo econômico da Positiva e a M. Invest poderia comprometer a observância de tais deveres, tendo em vista o risco de o intermediário líder da Oferta privilegiar a emissora das debêntures, em detrimento dos investidores adquirentes dos títulos.

12. Logo, entendo que não assiste razão à defesa quando alega que não haveria conflito ante a existência de interesse comum da Positiva e do FIP Atlantis no sucesso da Oferta. Ainda que o êxito da Oferta fosse desejável por todos, é notório e inegável que existe uma contraposição entre os interesses do ofertante (que vai sempre buscar maximizar o recebimento de recursos¹) e dos investidores (que procurarão pagar o menor preço possível pelo título, com o intuito de obter maior delta com a valorização dos valores mobiliários).

13. Com efeito, a própria figura do intermediário – e todo o regime de responsabilidades que sobre ele incide – foi criada com o propósito de reequilibrar esse jogo de forças no bojo das ofertas, sob o reconhecimento de que, em condições normais, os investidores estão em desvantagem informacional em comparação com o emissor.

14. Não por outra razão, a Instrução CVM nº 476/2009 exigia que o intermediário líder divulgasse “eventuais conflitos de interesse” aos investidores das ofertas públicas restritas. Trata-se de estratégia regulatória de menor grau de intervenção, compatível com o público-alvo dessas ofertas à época da Emissão – isto é, investidores profissionais², a quem a regulamentação dedica menor tutela.

15. Em concreto, no entanto, os subscritores da Oferta (exceto aqueles relacionados ao grupo econômico da própria Positiva) não tiveram acesso a essa informação de maneira adequada.

¹ E que, em casos mais extremos, pode ter inclusive incentivos para divulgar informações imprecisas ou falsas.

² Anteriormente, entre a edição da Instrução CVM nº 476/2009 e a entrada em vigor das alterações promovidas pela Instrução CVM nº 554/2014, que criou a categoria de investidores profissionais, o público-alvo das ofertas públicas restritas era de investidores qualificados.



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

www.cvm.gov.br

16. Ao contrário do que alega a defesa, o item 5 dos termos de uso que integram a ficha cadastral formalizada por cada subscritor das debêntures junto à Positiva traz disposições absolutamente genéricas acerca da possibilidade de atuação das empresas integrantes do grupo da Positiva em situação de conflito.

17. Tal divulgação, da maneira como realizada, não é capaz de informar os investidores sobre o potencial conflito que se verificava em concreto – uma vez que não foram disponibilizadas quaisquer informações sobre quais sociedades integrantes do grupo da Positiva estariam envolvidas na Oferta, e em que capacidade. A linguagem acautelatória de natureza hipotética e aplicável a sujeitos indeterminados, sobre a qual a defesa se apoia, pode até oferecer um aparente conforto contratual ao intermediário, mas, por ser totalmente inespecífica, ela não é útil à tutela dos interesses dos investidores, e, por isso, não cumpre as finalidades da norma administrativa.

18. Além disso, a autorização nos regulamentos do FI Sicília e do FIM Oslo para que os fundos pudessem realizar operações com contrapartes relacionadas à MHFT e à ICLA DTVM não se confunde com divulgação a respeito da existência de conflito de interesses no âmbito de uma oferta pública, tampouco cumpre a mesma função da obrigação regulatória à época imposta pelo art. 11, inciso II, da Instrução CVM nº 476/2009.

19. Tal autorização atende ao que dispunha a Instrução CVM nº 555/2014³ e, antes, a Instrução CVM nº 306/1999⁴, no sentido de que a possibilidade de o administrador ou o gestor atuar como contraparte do fundo, conforme o caso, devia constar de seu regulamento.

20. Por mais que essa medida também reflita a imposição de um regime de transparência para lidar com potenciais conflitos de interesse, ela se volta a tutelar cotistas e potenciais cotistas dos fundos de investimento, não os subscritores de ofertas públicas em que tais fundos são, eles mesmos, investidores, diferentemente do art. 11, inciso II, da Instrução CVM nº 476/2009.

³ Art. 17. [...] § 1º Não se aplica aos administradores de carteira de valores mobiliários a proibição de que trata o inciso I deste artigo quando realizada por meio de fundo de investimento, devendo constar do regulamento do fundo, se for o caso, a possibilidade de o administrador fiduciário ou o gestor atuar como contraparte do fundo.

⁴ Art. 21-A. [...] § 1º Salvo disposição específica contrário, não se aplica aos administradores e gestores de fundos de investimento a proibição de que trata o inciso I do art. 16 desta Instrução devendo constar do regulamento do fundo, se for o caso, a possibilidade de o administrador ou o gestor atuar como contraparte do fundo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

21. Assim, não se pode afirmar que os subscritores das debêntures objeto da Oferta teriam sido informados de potenciais situações de conflito de interesses meramente com base nas disposições dos regulamentos do FI Sicília e do FIM Oslo.

22. Da mesma forma, eventuais medidas de segregação física e lógica entre a Positiva e os demais prestadores de serviços de seu grupo também não poderiam afastar o cumprimento do dever informacional em questão. Tais medidas são instrumentais para mitigar o risco de conflito de interesses e podem ser levadas em consideração na análise posterior da conduta do intermediário líder em outros cenários, mas não autorizam a omissão de informações cuja prestação a regulamentação impunha para subsidiar a tomada de decisão dos investidores.

23. Além disso, em relação a Luiz Eduardo Franco, à época diretor presidente da Positiva, entendo que a Acusação conseguiu individualizar sua conduta.

24. Como apontado pela SRE em sede de manifestação técnica complementar, ele não apenas era diretor presidente da MHFT e exercia outros cargos na administração desta sociedade e da ICLA DTVM, como também participou ativamente da Oferta, tendo representado diversas sociedades do grupo econômico da Positiva na celebração do contrato de estruturação da Oferta, inclusive a MHFT.

25. A meu ver, a sua atuação ativa e concomitante em diferentes sociedades do grupo econômico da Positiva, por si só um elemento caracterizador da situação de potencial conflito de interesses, combinada à sua efetiva participação na Oferta, evidenciam, no mínimo, a omissão na divulgação de tal situação, o que justifica a sua responsabilização pela violação ao art. 11, inciso II, da Instrução CVM nº 476/2009, nos termos do então vigente parágrafo único do mesmo artigo⁵.

Relatórios anuais

26. Entendo que tanto a GDC DTVM quanto a Orla DTVM, por razões e em medidas diversas, deixaram de observar as normas aplicáveis à elaboração e à divulgação dos relatórios anuais referentes à Oferta, infringindo, respectivamente, o art. 12, inciso XVII, da Instrução CVM nº 28/1983 e o art. 15, da Instrução CVM nº 583/2016.

⁵ Art. 11 [...]. Parágrafo único. Os administradores do intermediário líder da oferta também são responsáveis pelo cumprimento da obrigação prevista no caput.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

27. No que diz respeito à conduta da GDC DTVM, nos relatórios referentes a 2015 e a 2016, não há qualquer informação sobre o “acompanhamento da destinação dos recursos” da Oferta ou “declaração acerca da suficiência e exequibilidade das garantias” das debêntures ofertadas, conforme exigiam as alíneas “g” e “j” do art. 12, inciso XVII, da Instrução CVM nº 28/1983. Tampouco o relatório referente a 2016 faz referência às demonstrações financeiras da M. Invest, à distribuição das debêntures no mercado ou, diferentemente do que havia ocorrido no relatório de 2015, a descumprimentos de obrigações por parte da emissora, conforme exigido pelas alíneas “c”, “d” e “i” do mesmo artigo.

28. Em relação a essas omissões, reconheço que, tendo deixado de exercer a função de agente fiduciário da Oferta no decorrer de 2016, não se poderia esperar que o relatório elaborado pela GDC DTVM referente apenas ao seu período de atuação tratasse das demonstrações financeiras daquele exercício, elaboradas em momento posterior.

29. No entanto, tais informações deveriam ter sido apresentadas aos investidores por sua sucessora, a Orla DTVM, que não divulgou relatórios referentes a 2016 ou a 2018, além de ter divulgado o relatório referente a 2017 com mais de um ano de atraso, em descumprimento ao art. 15 da Instrução CVM nº 583/2016.

30. De qualquer maneira, a meu ver, o não fornecimento de informações pela M. Invest não pode ser utilizado como justificativa para afastar integralmente o dever de reporte do agente fiduciário perante os debenturistas.

31. Como já reconhecido pelo Colegiado da CVM, a falha da emissora em fornecer informações que são objeto do relatório anual deveria ter sido explicitada neste documento⁶, justamente para que os investidores fossem colocados a par de tal situação. Aproveito para referir o posicionamento da Diretora Flávia Perlingeiro a esse respeito, ao tratar da inobservância do art. 12, inciso XVII, alínea “g”, da Instrução CVM nº 28/1983⁷, a qual também se verifica no presente caso:

“Mais uma vez, a defesa tenta afastar o descumprimento de uma obrigação exigível do Agente Fiduciário acenando com outras irregularidades que, segundo

⁶ Vide, nesse sentido, a alínea “a” do art. 12, inciso XVII.

⁷ PAS CVM nº 19957.007430/2019-08, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 21/12/2022.



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

www.cvm.gov.br

a SRE, foram praticadas pela Emissora e pela Intermediária e seus respectivos administradores, as quais constituem igualmente objeto deste PAS.

O argumento, novamente, não convence, pois, independentemente do que se decida acerca da acusação de operação fraudulenta, tem-se que [o agente fiduciário] deixou de explicitar no Relatório Anual de 2016 o fato de que não ter recebido da Emissora qualquer informação acerca da destinação dos recursos captados. Especular sobre se tal informação, caso tivesse sido prestada tempestivamente pela [emissora], teria sido boa ou ruim, verossímil ou não, por conta de ter sido a Emissora posteriormente acusada por operação fraudulenta não tem, por óbvio, o condão de justificar a conduta omissiva do Agente Fiduciário”.

32. Como se vê, não faria sentido que a regulamentação impusesse uma obrigação de divulgação do acompanhamento da destinação de recursos para que, não tendo este sido realizado por culpa do emissor, o agente fiduciário apenas se calasse a respeito.

33. Portanto, no meu entendimento, a GDC DTVM e a Orla DTVM devem ser responsabilizadas por deixarem de observar o art. 12, inciso XVII, da Instrução CVM nº 28/1983, e o art. 15, da Instrução CVM nº 583/2016, respectivamente, não pela falha da M. Invest, mas porque, diante desta, não explicitaram tal falha nos relatórios anuais aos investidores.

Conclusão

34. Ante o exposto, concluo que devem ser responsabilizados: **(i)** a ICLA, na qualidade de sucessora legal da Positiva, e Luiz Eduardo Franco, pela não divulgação de eventuais conflitos de interesse no âmbito da Oferta, em descumprimento ao art. 11, inciso II, da Instrução CVM nº 476/2009; e **(ii)** a GDC DTVM, na qualidade de agente fiduciário da Oferta, por violar o art. 12, inciso XVII, da Instrução CVM nº 28/1983; e **(iii)** a Orla DTVM, por violar o art. 15 da Instrução CVM nº 583/2016.

35. A infração imputada à Positiva e a Luiz Eduardo Franco ocorreu antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976, atualmente em vigor. Por essa



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

www.cvm.gov.br

razão, a penalidade a ser aplicada observará o disposto na legislação então vigente, em linha com o art. 116, parágrafo único, da Resolução CVM nº 45/2022⁸.

36. Na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como para os motivos que justifiquem sua imposição. Em cada caso, cabe, portanto, avaliar a gravidade do ilícito e as condutas, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência da matéria.

37. De um lado, nos termos do art. 18, inciso III, da Instrução CVM nº 476/2009, o descumprimento ao art. 11, inciso II, da Instrução CVM nº 476/2009 é considerado infração grave. De outro, tanto a Positiva quanto Luiz Eduardo Franco possuem bons antecedentes.

38. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11, incisos I e II, da Lei nº 6.385/1976, voto por:

- i) **condenar** a **ICLA** (sucessora da Positiva), na qualidade de intermediário líder da Oferta, e **Luiz Eduardo Franco**, seu administrador, à multa pecuniária de R\$200.000,00, **cada um**, por infração ao art. 11, inciso II, da Instrução CVM nº 476/2009;
- ii) **condenar** a GDC DTVM, na qualidade de agente fiduciário da Oferta, à pena de **advertência**, por infração ao art. 12, inciso XVII, da Instrução CVM nº 28/1983; e
- iii) **condenar** a Orla DTVM, na qualidade de agente fiduciário da Oferta, à pena de **advertência**, por infração ao art. 15 da Instrução CVM nº 583/2016.

Rio de Janeiro, 13 de junho de 2024.

Marina Copola

Diretora

⁸ Art. 116. [...]. Parágrafo único. O valor máximo da pena de que trata o art. 61, I, e o valor máximo da pena-base pecuniária, de que trata o Anexo A, assim como os procedimentos de que tratam os arts. 62, 63, 65, 66 e 67 desta Resolução, não são aplicáveis às infrações praticadas antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, que permanecem sujeitas ao limite de pena pecuniária então vigente.