



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2019/8070

(Processo Eletrônico CVM nº 19957.007430/2019-08)

Reg. Col. 1764/20

**Acusados:** ITS@ Integrated Technology Systems Tecnologia para Instituições Financeiras S.A.  
Massa Falida de Gradual C.C.T.V.M. S.A.  
Planner Trustee D.T.V.M. Ltda.  
Gabriel Paulo Gouvea de Freitas Junior  
Fernanda Ferraz Braga de Lima Freitas

**Assunto:** Apurar (i) irregularidades em oferta pública de debêntures, realizada nos termos da Instrução CVM nº 476/2009, em infração aos incisos V, IX e XVII do art. 12 da Instrução CVM nº 28/1983; aos incisos I e II do art. 11 e ao inciso VII do art. 1º do Anexo 15 da Instrução CVM nº 583/2016; ao artigo 10, aos incisos I e II do art. 11 e aos incisos I, III, VI do art. 17 da Instrução CVM nº 476/2009; e (ii) a realização de operação fraudulenta, no âmbito da oferta, em infração ao item I c/c o item II, letra “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.

**Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SRE para apurar a responsabilidade de ITS@, Gradual, Planner, Gabriel Freitas e Fernanda Freitas (em conjunto “Acusados”), quanto a alegadas irregularidades ocorridas no âmbito da oferta pública realizada com esforços restritos relativa à 1ª emissão de debêntures de emissão da ITS@, caracterizando, ainda, operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários.

2. Concluída a fase investigativa, a SRE entendeu estarem presentes justa causa, autoria e materialidade e, assim, formulou acusações (i) por infrações previstas na ICVM nº 28/1983 e na ICVM nº 583/2016, em razão de falhas no cumprimento de obrigações regulamentares do Agente Fiduciário, no âmbito da Oferta; e (ii) por infrações previstas na ICVM nº 476/2009, assim como pela realização de operação fraudulenta, nos termos da ICVM nº 8/1979, em relação à Emissora, à Coordenadora e aos seus respectivos administradores, à luz das irregularidades detectadas na atuação do intermediário líder, do descumprimento de deveres da Emissora e de indícios de operação simulada, com características de

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

ardil ou artifício, para encobrir desvio de recursos obtidos com a Oferta para a Gradual, com lesão aos debenturistas, que eram fundos de investimento originalmente administrados pela própria Gradual.

3. Passo, de início, à análise das preliminares.

### II. PRELIMINAR (*NE BIS IN IDEM*)

4. A Planner, em suas razões de defesa, arguiu a inépcia do Termo de Acusação (“TA”), em decorrência de violação ao princípio do *ne bis in idem*<sup>2</sup>, sob a seguinte fundamentação:

- (i) Os fatos utilizados como fundamento para se oferecer as acusações que tratam do dever de acompanhamento da destinação dos recursos e do dever de verificação de informações são exatamente os mesmos fatos que servem de fundamento para a imputação de alegada falha no cumprimento do dever de transparência, lealdade, boa-fé, cuidado e diligência;
- (ii) Ao assim proceder, a acusação incorre em inescusável infração ao princípio do *ne bis in idem*, violando garantia fundamental da acusada a um processo justo;
- (iii) Esse princípio tem ampla acolhida no Direito brasileiro; é reconhecido pela doutrina e pela jurisprudência como um princípio implicitamente acolhido na Constituição Federal; e
- (iv) Admitindo-se, exclusivamente para fins de argumentação, que a acusada venha a ser condenada pelas três acusações formuladas, haverá, inegavelmente, dupla condenação e consequente dupla apenação em razão dos mesmos fatos, que residem, segundo a Acusação, nas improcedentes acusações de omissão quanto aos deveres de acompanhamento da destinação dos recursos e na verificação das informações constantes da Escritura de Emissão.

5. Assim, a defesa requereu que o Colegiado deixasse de conhecer a imputação de infração aos incisos I e II do art. 11 da ICVM nº 583/2016<sup>3</sup>, por estar tal acusação fundamentada nos mesmos fatos em que se alicerçam as demais imputações que lhe foram direcionadas pela Acusação.

6. Pelo que se extrai da argumentação, a defesa se insurgiu contra o fato de que determinadas

---

<sup>2</sup> O princípio do *non bis in idem* prescreve “a impossibilidade de, em decorrência do cometimento de um fato unitário, a pessoa, natural ou jurídica, ser apenada ou processada duplamente pelo Estado”, pressupondo para a sua incidência “a identidade de sujeitos, fatos e fundamentos” (DOS SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor, Mercado de Capitais – Regime Sancionador, São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 61-62). A regra do *non bis in idem* é reflexo do princípio da segurança jurídica, aplicável ao processo administrativo sancionador no âmbito da CVM nos termos do art. 2º, *caput*, da Lei nº 9.784/1999, e está consagrada na Convenção Americana sobre Direitos Humanos (Pacto de San José da Costa Rica), de 1969, promulgada pelo Decreto nº 678/1992. Cf., nesse sentido, (i) PAS CVM nº 02/2009, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 01.12.2010; (ii) PAS CVM nº RJ2012/1670, Dir<sup>a</sup>. Rel<sup>a</sup>. Luciana Dias, j. em 29.07.2014; (iii) PAS CVM nº 19957.006989/2016-60, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 30.01.2020; e (iv) PAS CVM nº 19957.002315/2021-53, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 05.07.2022.

<sup>3</sup> “Art. 11. São deveres do agente fiduciário, sem prejuízo de outros deveres que sejam previstos em lei específica ou na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente: I – exercer suas atividades com boa fé, transparência e lealdade para com os titulares dos valores mobiliários; II – proteger os direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens; (...)”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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)

condutas atribuídas pela SRE à Planner foram, a seu ver, indevidamente caracterizadas como violação a mais de um dever atribuído ao agente fiduciário e, conseqüentemente, capituladas como infrações a mais de um dispositivo regulamentar.

7. No entanto, a conclusão acerca da viabilidade de acusação formulada em tais termos não deve se dar aprioristicamente a ponto de configurar inépcia do TA, como requerido pela Planner, pois muitas vezes – e isso é relativamente comum nos processos administrativos sancionadores no âmbito da CVM – uma conduta pode, de fato, caracterizar a violação concorrente a mais de um dispositivo legal ou regulamentar, não caracterizando, por si só, qualquer vício formal da peça acusatória. Impõe-se, nesses casos, a análise do mérito das imputações, aplicando-se, não obstante, se necessário, as regras e princípios atinentes ao concurso formal<sup>4</sup> ou ao concurso aparente de normas<sup>5</sup>, de modo a se afastar, em eventual condenação, o risco de indevida penalização.

8. Por essas razões, voto por rejeitar a preliminar de inépcia do TA suscitada pela Planner.

### III. DEFESAS DE GABRIEL FREITAS, FERNANDA FREITAS E GRADUAL

9. Passo à análise das defesas apresentadas por Gabriel Freitas, Fernanda Freitas e Massa Falida de Gradual, destacando, de plano, que não se insurgiram contra o mérito propriamente dito das acusações objeto deste PAS, embora tampouco tenham formalmente suscitado questões preliminares.

#### *a) Defesas de Gabriel Freitas e de Fernanda Freitas*

10. Gabriel Freitas e Fernanda Freitas, após terem sido citados, apresentaram manifestações com conteúdo praticamente idêntico, em que informaram estarem impedidos de ter acesso à Gradual, seus funcionários e prestadores de serviço, assim como a qualquer documentação da empresa, ou relacionada

---

<sup>4</sup> A propósito, o Colegiado já decidiu: “Como efeito da configuração de um concurso formal, versa a lei que se deve aplicar a mais grave das penas cabíveis em relação aos ilícitos cometidos ou fazer uso da exasperação, em caso de infrações idênticas. Considerando-se que, no que se refere aos ilícitos cujo julgamento são de competência da CVM, não há cominação direta de uma penalidade em relação ao cometimento de cada irregularidade, torna-se impossível aferir, comparativamente, a gravidade de cada conduta pelo exame de sua sanção aplicável. Por esta razão, sem a possibilidade de fazer juízo de valor sobre qual dos ilícitos pode ser considerado mais grave, penso que, neste caso em julgamento, cabe atribuir aos acusados, apesar de suas imputações derivarem de um só ato, penas superiores às que seriam aplicáveis se estivessemos diante de delito simples, ou seja, o cometimento de um só delito através de uma só conduta” (PAS CVM nº 20/04, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 21.08.2008).

<sup>5</sup> Vale citar, nesse sentido, a seguinte manifestação de voto do então diretor Gustavo Machado Gonzalez, no julgamento do PAS CVM nº 19957.002653/2016-28, j. em 30.10.2018, em que, naquele caso, se valeu do princípio da especialidade, para lidar com situação de concurso aparente de normas: “A meu ver, a situação em tela configura um concurso aparente de normas. Em casos como o presente, parece-me que a solução mais adequada para o concurso aparente seria afastar a incidência da regra geral (...) em razão da existência de regra posterior e especial (...) A aplicação de duas penalidades diversas (...) acarreta em *bis in idem*. Ressalto, todavia, que ambas as normas são consideradas graves, não havendo a rigor nenhum prejuízo em condenar o acusado com base nos dois dispositivos, desde que lhe seja aplicada uma única pena. Fica, contudo, a recomendação à área técnica para casos futuros”. A consunção seria, ainda, outro princípio consagrado no Direito Penal para lidar com situações de concurso aparente de normas, em tese, também passível de adoção pela CVM em PAS.



## 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)

às atividades por ela prestadas, inclusive atinentes à administração de fundos, por força de medidas cautelares determinadas pelo juízo da 6ª Vara Criminal Federal, em 25.04.2018<sup>6</sup>.

11. Também aduziram que, desde a liquidação extrajudicial decretada pelo BACEN, em 22.05.2018, a Gradual, assim como todos os documentos pertinentes à atividade dessa passaram a ficar sob tutela do interventor liquidante, ao qual também não podiam ter acesso.

12. Alegaram, ainda, os acusados que, por esses motivos, não tinham como apresentar suas razões de defesa ou quaisquer documentos de suporte.

13. A meu ver, tais argumentos não merecem ser acolhidos. Em primeiro lugar, porque constam dos autos deste PAS todos os documentos que subsidiam as acusações. Os acusados poderiam ter acessado os autos, analisado os documentos e apresentado defesa. Poderiam, ainda, ter protestado pela produção de provas, indicando, por exemplo, documentos e testemunhas que poderiam abonar suas condutas e demonstrar a improcedência das imputações contra eles formuladas<sup>7</sup>, não tendo, entretanto, apresentado quaisquer pedidos nesse sentido.

14. Ressalto, adicionalmente, que os acusados sequer negaram a materialidade e autoria das infrações que lhes foram imputadas.

### *b) Defesa da Gradual*

15. A Gradual alegou que, antes mesmo da decretação de sua falência, em 07.06.2019, pelo juízo da 1ª Vara de Falência e Recuperações Judiciais do Foro Central da Comarca da Capital do Estado de São Paulo, já se encontrava, desde 23.03.2018, sob o regime de liquidação extrajudicial.

16. Pontuou, ainda, que tanto o regime especial de liquidação extrajudicial quanto o regime falimentar têm por objetivo a extinção da instituição, com a instauração de regime executório no qual ocorre a apuração de passivo e ativo para que se promova a venda desse e, enfim, o pagamento aos credores, não se confundindo com a instituição financeira em operação, portanto, a massa falida não poderia ser condenada por práticas irregulares cometidas pela Gradual quando essa ainda era ativa, antes da instauração de tais regimes jurídicos, para as quais, enquanto liquidanda ou falida, não contribuiu.

17. Ademais, segundo a defesa, uma condenação agravaria a sua condição financeira e prejudicaria ainda mais seus credores.

18. Tais argumentos, contudo, também não merecem ser acolhidos. A decretação da liquidação

<sup>6</sup> Gabriel Freitas já havia formulado alegação semelhante, na fase investigativa, ao ser questionado, em ofício dirigido à ITS@ e aos seus diretores (docs. 0820571, 0820580 e 0820583).

<sup>7</sup> Observo que Fernanda Freitas valeu-se desses argumentos ao se defender no âmbito do PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, os quais foram rejeitados pelo Colegiado da CVM (Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 09.02.2021).



## 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)

extrajudicial de sociedade sob alcance da regulação, supervisão e fiscalização da CVM não impede que a Autarquia, no âmbito de um processo administrativo sancionador, investigue, acuse e, conforme o caso, condene o referido participante de mercado por violação a legislação e regulamentação vigentes, em razão de irregularidades cometidas anteriormente à referida decretação.

19. A Lei nº 6.024/1974, que dispõe sobre a liquidação extrajudicial de instituições financeiras, não traz qualquer vedação à aplicação de penalidades administrativas, determinando, apenas, em seu art. 18, alínea “f”<sup>8</sup>, que as penas pecuniárias não podem ser reclamadas enquanto subsistir a liquidação extrajudicial. Esse entendimento já foi acolhido pelo Colegiado em outras ocasiões<sup>9</sup>, amparado na jurisprudência consolidada do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”).

20. Dessa forma, não há óbice para que a CVM responsabilize sociedade submetida a regime de liquidação extrajudicial, em virtude de fatos anteriores à sua decretação – o que a lei veda é a sua cobrança enquanto estiver em curso a liquidação, justamente para evitar o agravamento ainda maior do crédito detido pelos credores da liquidanda.

21. A mesma vedação, em se tratando de falência, vigorava no Decreto-Lei nº 7.661/1945, que continha disposição no mesmo sentido, em seu art. 23, p.ú., inciso III<sup>10</sup>. Tal comando, porém, não foi recepcionado pela Lei nº 11.101/2005, que, em seu art. 83, inciso VII<sup>11</sup>, determinou que as penas pecuniárias administrativas sejam incluídas na classificação dos créditos na falência, permitindo, assim, não somente a aplicação, mas também a cobrança da pena<sup>12</sup>.

22. O advento subsequente da falência da Gradual, portanto, também não impede a responsabilização da massa falida por fatos anteriores ao evento de liquidação ou falimentar, não atingindo a punibilidade da acusada.

#### IV. MÉRITO

<sup>8</sup> “Art. 18. A decretação da liquidação extrajudicial produzirá, de imediato, os seguintes efeitos: (...) f) não reclamação de correção monetária de quaisquer divisas passivas, nem de penas pecuniárias por infração de leis penais ou administrativas”.

<sup>9</sup> PAS CVM nº 18/1999, Dir. Rel. Luiz Antônio de Sampaio Campos, j. em 02.08.2001; e PAS CVM nº RJ2014/4068, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. 26.04.2016; PAS CVM nº 19957.009366/2017-20, Dir. Rel. Alexandre Costa Rangel, j. 12.04.2022.

<sup>10</sup> “Parágrafo único. Não podem ser reclamados na falência: (...) III - as penas pecuniárias por infração das leis penais e administrativas”.

<sup>11</sup> “Art. 83. A classificação dos créditos na falência obedece à seguinte ordem: (...) VII - as multas contratuais e as penas pecuniárias por infração das leis penais ou administrativas, incluídas as multas tributárias; (...)”.

<sup>12</sup> Vale, ainda, a propósito, citar trecho do voto do ex-Diretor Gustavo Machado Gonzalez, em processo de sua relatoria, em que se discutiu justamente se a falência da Gradual a eximiria de responsabilidade administrativa perante a CVM, tendo sido consignado o seguinte entendimento: “Em relação a Gradual CCTVM, verifico que foi decretada sua falência por sentença judicial em 07.06.2019. Assim, nos termos da jurisprudência da CVM4, não há se falar em extinção de punibilidade, pois a pena pecuniária aplicada pela Autarquia por infração da lei administrativa permanece como crédito subordinado, nos termos do artigo 11, §15, da Lei nº 6.385/1976” (PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, j. em 09.02.2021).





## 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)

23. Inicialmente, acerca do papel de *gatekeeper* do agente fiduciário de debenturistas e seu escopo de atuação no âmbito do mercado de valores mobiliários, vale transcrever as pertinentes considerações gerais bem lançadas pelo Presidente Relator Marcelo Barbosa, no julgamento do PAS CVM nº 19957.006904/2017-24<sup>13</sup>:

“6. A função desse agente, não se pode negar, é de suma importância, e a percepção de que está sendo adequadamente exercida em nosso mercado tem o potencial de contribuir para o incremento da confiança dos investidores titulares de debêntures. Ao agente fiduciário cabem, essencialmente, dois papéis: o de fiscal, o que importa em dever de vigilância com relação aos fatos que podem ter repercussão sobre os direitos da comunhão de debenturistas que representa; e o de efetivo representante da comunhão dos debenturistas no exercício de seus direitos, seja cobrando esclarecimentos da emissora, seja convocando a assembleia para se manifestar, seja tomando qualquer providência adicional necessária à garantia de seus interesses. (...)”

8. Vê-se, portanto, que o exercício adequado do primeiro papel (o de fiscal) é condição necessária, mas não suficiente, para que também o segundo papel (o de representante) seja exercido de forma satisfatória. Afinal, para que possa atuar como efetivo representante da comunhão de debenturistas, será necessário que o agente fiduciário não apenas acompanhe com atenção os fatos de interesse mas também mantenha postura proativa em sua atuação, devendo, ainda, mostrar diligência na escolha e no emprego dos meios escolhidos para defender os interesses da comunhão dos debenturistas.

9. A adequada obtenção de informações permitirá que, em regra, o agente fiduciário tenha condições de se posicionar tempestivamente em relação a fatos que possam afetar os direitos dos debenturistas, conferindo-lhe a oportunidade de tomar medidas preventivas sempre que possível. E, mesmo quando não for possível, o agente fiduciário terá condições de se preparar para agir no sentido de minimizar das resultantes de tais fatos. Consequentemente, a atuação dos agentes fiduciários não se resume a momentos posteriores à verificação da ocorrência de danos, devendo agir proativamente”.

24. Importa, assim, avaliar a pertinência das atividades e medidas reputadas pela SRE como exigíveis do agente fiduciário no âmbito de suas atribuições e deveres, reconhecendo a proatividade que, por certo, deve pautar a atuação do referido agente, sob pena de esvaziar a relevância de seu papel, mas, ao mesmo tempo, sem exorbitar do que é propriamente afeito aos contornos de sua atuação, seja sob o prisma fiscalizatório, seja sob o manto do exercício da representação da comunhão dos debenturistas.

### ***a) Destinação dos recursos da Oferta***

25. Neste caso, a Acusação apontou que competia à Planner acompanhar a destinação dos recursos

<sup>13</sup> PAS CVM nº 19957.006904/2017-24, Presidente Relator Marcelo Barbosa, j. em 23.10.2018, unânime.



## 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)

captados por meio da Oferta, conforme informações prestadas pela Emissora, e incluir informações sobre o assunto no relatório anual do agente fiduciário, nos termos da alínea “g” do inciso XVII do art. 12 da ICVM nº 28/1983<sup>14</sup> e do inciso VII do art. 1º do Anexo 15 da ICVM nº 583/2016<sup>15-16</sup>, bem como da alínea “s” do item 9.4.1 da Escritura<sup>17</sup>, o que não teria sido, porém, atendido no âmbito da Operação.

26. A acusada, a seu turno, alegou que não recebeu da Emissora as informações acerca da destinação dos recursos, embora as tenha solicitado de forma tempestiva, e, por isso, não tinha como divulgá-las aos debenturistas, nos Relatórios Anuais de 2016 e 2017, tendo cumprido, de todo modo, satisfatoriamente, os seus deveres como agente fiduciário.

27. Reconheço, de início, que o cumprimento das obrigações do agente fiduciário de acompanhar a destinação dos recursos da emissão e de informar aos debenturistas, nos relatórios anuais, o que a esse respeito tiver sido apurado, depende, em larga medida, do recebimento de informações da emissora, que é quem tem a obrigação de aplicar tais recursos segundo as prescrições da escritura de emissão.

28. No caso concreto, portanto, cabia, primordialmente, à ITS@ ter prestado à Planner, quando solicitado, as informações acerca da destinação dos recursos captados com a Operação, de modo que o Agente Fiduciário pudesse, a seu turno, refleti-las tempestivamente nos relatórios anuais a serem divulgados aos debenturistas<sup>18</sup> e, conforme o caso, adotar eventuais outras medidas que julgasse pertinentes, à luz das estipulações contidas na Escritura de Emissão.

29. Por outro lado, se, como alegado, não havia recebido da ITS@ qualquer resposta à solicitação

<sup>14</sup> “Art. 12. São deveres do agente fiduciário: (...) XVII – **elaborar relatório** destinado aos debenturistas, nos termos do artigo 68, § 1º, alínea “b”, da Lei nº 6.404, de 1976, o qual **deve conter**, ao menos, as seguintes informações: (...) g) **acompanhamento da destinação dos recursos captados** através da emissão de debêntures, **de acordo com os dados obtidos junto aos administradores da companhia emissora**; (...)” (grifos aditados).

<sup>15</sup> “Art. 1º O **relatório anual** do agente fiduciário deve descrever os fatos relevantes ocorridos durante o exercício relativos à execução das obrigações assumidas pelo emissor, à administração do patrimônio separado, aos bens garantidores do valor mobiliário e ao fundo de amortização, e **conter**, no mínimo, as seguintes informações: (...) VII – **destinação dos recursos captados** por meio da emissão, **conforme informações prestadas pelo emissor**; (...)” (grifos aditados).

<sup>16</sup> No processo de revisão e consolidação de normas da CVM, a ICVM nº 583/2016 foi revogada e substituída, sem alteração de mérito, pela RCVM nº 17, de 09.02.2021, que atualmente dispõe sobre o exercício da função de agente fiduciário.

<sup>17</sup> “9.4.1. Além de outros previstos em lei, em ato normativo da CVM, ou na presente Escritura constituem deveres e atribuições do Agente Fiduciário: (...) (s) **acompanhar a destinação dos recursos captados** por meio da Emissão, **de acordo com os dados obtidos junto aos administradores da Emissora**; (...)” (grifos aditados).

<sup>18</sup> Conforme se depreendia do próprio item 9.4.1., alínea “s”, referido no TA, acima transcrito, e, ainda, segundo dispunha a Escritura, em outros dispositivos: “8.1. Observadas as demais obrigações previstas nesta Escritura, enquanto o saldo devedor das Debêntures não for integralmente pago, **a Emissora obriga-se**, ainda, a: (...) (k) **aplicar os recursos** obtidos na Emissão **conforme determinado no item 3.5. desta Escritura** de Emissão, bem como comunicar ao Agente Fiduciário qualquer ocorrência que possa importar em modificação da utilização desses recursos; (...) (n) **a Emissora obriga-se** desde já a **informar** e enviar o organograma, **todos os dados financeiros** e atos societários **necessários à realização do relatório anual**, conforme Instrução CVM 28, conforme definida abaixo, que venham a ser solicitados pelo Agente Fiduciário, os quais deverão ser devidamente encaminhados pela Emissora em até 30 (trinta) dias antes do encerramento do prazo para disponibilização na CVM. (...)” (grifos aditados).



## 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)

enviada, em 13.01.2017, acerca da destinação dos recursos obtidos com a Oferta e sendo essa uma informação essencial para a elaboração do Relatório Anual de 2016, competia ao Agente Fiduciário ter informado, no referido relatório, que não dispunha de tais informações, explicitando os motivos pelos quais não conseguiu obtê-las, com o que o Agente Fiduciário poderia ter cumprido adequadamente o dever previsto nos dispositivos regulamentares referidos pela Acusação<sup>19</sup>.

30. Não foi isso, porém, o que ocorreu, visto que a Planner, como bem observado pela Acusação, se limitou a reproduzir, no Relatório Anual de 2016, o item da Escritura que tratava sobre a futura destinação dos recursos, sem prestar qualquer informação sobre a sua efetiva destinação<sup>20</sup> nem sobre a ausência de prestação de informações pela Emissora a respeito.

31. Ainda assim, o Agente Fiduciário argumentou que o fato de o Relatório Anual de 2016 não conter declaração de que a Emissora deixou de prestar tal informação não era apto a caracterizar a infração e tampouco a gerar quaisquer prejuízos aos debenturistas, tendo em vista as demais infrações cometidas pela Emissora, as quais teriam sido adequadamente informadas nesse mesmo relatório.

32. Dentre tais inadimplementos, destacou a defesa a não entrega das DFs da Emissora e do parecer do auditor independente relativos ao exercício social de 2016, que representava infração muito mais grave, privando os debenturistas e a Planner de qualquer informação sobre sua situação financeira e patrimonial, e tornando sem relevância qualquer declaração da Emissora acerca da destinação dos recursos, na medida em que tal declaração não poderia ser confrontada com os correspondentes registros contábeis da Emissora e do competente parecer de auditoria.

33. Em outras palavras, segundo a acusada, diante das graves infrações já cometidas pela Emissora até a divulgação do Relatório Anual de 2016, e nele contempladas, restava claro para os debenturistas que a Emissora estava em total inadimplência de seus deveres de prestar informações ao Agente Fiduciário, inclusive no que tange à destinação dos recursos, revelando motivos para que os debenturistas se colocassem em estado de alerta frente ao que ocorria na ITS@.

34. Com efeito, não deixo de reconhecer que a não entrega das DFs auditadas colocava, obviamente, os debenturistas em estado de atenção quanto à situação econômico-financeira da Emissora, mas o fato é que essa irregularidade, por si só, não necessariamente dizia algo definitivo sobre a aplicação

---

<sup>19</sup> Nesse sentido, dispunha a ICVM nº 28/1983: “Art. 12. São deveres do agente fiduciário: (...) XVII – **elaborar relatório destinado aos debenturistas**, nos termos do artigo 68, § 1º, alínea “b”, da Lei nº 6.404, de 1976, **o qual deve conter**, ao menos, as **seguintes informações**: a) eventual omissão ou inverdade, de que tenha conhecimento, contida nas informações divulgadas pela companhia ou, ainda, **o inadimplemento ou atraso na obrigatória prestação de informações pela companhia**; (...)” (grifos adotados).

<sup>20</sup> O TA aponta que, na fase investigativa, o Agente Fiduciário chegou a dizer que recebeu informações sobre a destinação dos recursos da emissão fora do prazo previsto na Escritura, mas em nenhum momento informou quando a Emissora as encaminhou e qual teria sido a informação recebida. Tampouco fez qualquer divulgação aos debenturistas a esse respeito.





## 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)

dos recursos obtidos com a Oferta. A omissão da Planner, ao não explicitar, no Relatório Anual de 2016, que a Emissora não lhe havia encaminhado informações sobre a aplicação do montante apurado com a Oferta podia, inclusive, dar aos debenturistas a falsa impressão de que o Agente Fiduciário tivesse recebido tais informações, mas não tivesse vislumbrado qualquer problema a respeito, ou seja, que ele estivesse em condições de acompanhar a efetiva destinação dos recursos oriundos da distribuição das Debêntures. Portanto, era indispensável que os debenturistas fossem cientificados sobre a omissão da Emissora, o que os colocaria em estado de alerta também quanto a essa importante lacuna informacional.

35. Ressalto, inclusive, a relevância da informação quanto à destinação de recursos captados por meio de debêntures quando tal destinação consta expressamente da escritura, sendo um elemento que retrata, em essência, um subjacente financiamento, afastando a caracterização de uma debênture meramente corporativa, sendo, muitas vezes, a efetiva destinação dos recursos um fator decisivo na tomada de decisão de investimento, seja pelo propósito específico que se almeja ver realizado, seja pela análise de crédito com vistas a futuro fluxo de receitas ou proventos a lastrear o pagamento dos rendimentos e amortizações a serem feitos pela emissora aos debenturistas.

36. Quanto à suspeita de fraude envolvendo o relatório de *rating* emitido pela L.R., comunicada à Planner em notificação de 22.04.2017, e ao conflito de interesses não divulgado pela Emissora, embora pudessem ser questões com que a Planner já se deparasse quando da elaboração do Relatório Anual de 2016, como alegado na defesa, o fato é que não foram mencionados no referido documento, não havendo como concluir que os debenturistas tivessem tido ciência dessas questões, naquela ocasião.

37. A Planner mencionou, ainda, que os descumprimentos dos deveres da Emissora perante o Agente Fiduciário e os debenturistas foram se acumulando, o que motivou o envio de notificações em 15.03.2017, 08.05.2017, 07.07.2017, 03.10.2017 e 09.04.2018, até que, em 25.04.2018, a Planner convocou a AGD realizada em 08.05.2018, que deliberou pelo vencimento antecipado das debêntures.

38. As demais notificações mencionadas, entretanto, diziam respeito a outros inadimplementos incorridos pela ITS@, e o fato de terem sido remetidas à Emissora, com vistas a saná-los, não interfere na apuração da materialidade da infração ora sob análise.

39. A defesa aduziu, também, que caso se comprove a acusação de prática de operação fraudulenta (i.e., a fraude do relatório produzido pela agência de *rating* e o desvio dos recursos em proveito da Gradual) as informações que porventura tivessem sido fornecidas pela ITS@ não teriam qualquer fidedignidade, sendo altamente improvável que a Emissora prestasse informações minimamente verídicas, o que, por certo, implicaria a confissão dos atos ilícitos que vinham sendo praticados.

40. Mais uma vez, a defesa tenta afastar o descumprimento de uma obrigação exigível do Agente Fiduciário acenando com outras irregularidades que, segundo a SRE, foram praticadas pela Emissora e



## 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)

pela Intermediária e seus respectivos administradores, as quais constituem igualmente objeto deste PAS.

41. O argumento, novamente, não convence, pois, independentemente do que se decida acerca da acusação de operação fraudulenta, tem-se que a Planner 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 ITS@, 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.

42. Isso posto, entendo ter restado evidenciado que a Planner descumpriu o originalmente disposto na alínea “g” do inciso XVII do art. 12 da ICVM nº 28/1983, ao tempo em que acompanhava a operação para fins de reporte aos debenturistas, e, quando da efetiva emissão do Relatório Anual de 2016, o inciso VII do art. 1º do Anexo 15 da ICVM nº 583/2016, no que toca à sua elaboração, pois nesse deixou de prestar informações acerca da efetiva destinação dos recursos da Oferta, sendo essa conduta apta a ensejar a respectiva responsabilização administrativa da acusada. As justificativas apresentadas pela defesa não foram, a meu ver, suficientes para descaracterizar a prática da referida infração.

43. Por outro lado, no que tange ao Relatório Anual de 2017, entendo que a Planner explicitou adequadamente que não recebeu da Emissora qualquer informação sobre a destinação dos recursos captados por meio da Oferta, de modo que, quanto a esse documento, não identifique violação ao inciso VII do art. 1º do Anexo 15 da ICVM nº 583/2016, vigente quando da apresentação do referido relatório.

### ***b) Verificação das informações contidas na Escritura e acerca da garantia***

44. Segundo declarado pelo Agente Fiduciário na fase investigativa<sup>21</sup>, esse teria adotado, tão logo a sua proposta para a prestação de serviços foi aceita, as seguintes providências, no tocante à veracidade das informações contidas na Escritura de Emissão e no Instrumento de Alienação Fiduciária, à regularidade da constituição das garantias da Oferta e ao valor dos bens dados em garantia:

- (i) Solicitou que a Emissora encaminhasse seus atos societários (estatuto social, atas de assembleias gerais ou reuniões do conselho de administração aprovando a emissão e comprovação de poderes dos representantes, organograma atualizado do grupo da Emissora);
- (ii) Consultou o site da Serasa na Internet para certificar a inexistência de pendências da Emissora;
- (iii) Consultou o site da Receita Federal para confirmar se o CNPJ da Emissora estava ativo e regular; e
- (iv) Realizou consulta na Junta Comercial para certificar-se a respeito da regularidade do registro da Emissora.

---

<sup>21</sup> Doc. 0820575, pp. 2-3.



## 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)

45. Para a Acusação, as verificações realizadas pela Planner, desacompanhadas de qualquer evidência ou documento que as comprovasse, foram extremamente básicas e protocolares, uma vez que:

- (i) não havia, por exemplo, qualquer informação de que foi feita uma verificação jurídica e legal dos documentos apresentados ou que tenham sido feitas pesquisas com o objetivo de verificar se a Emissora respondia por ações judiciais que podiam vir a causar impacto substancial e adverso; e
- (ii) também não havia qualquer informação de que foi feita uma avaliação da regularidade das garantias da oferta, do seu valor, da sua suficiência e exequibilidade e nem mesmo que tenham sido verificados os documentos e atos societários da GF System, controladora da ITS@ e que alienou fiduciariamente as ações que foram utilizadas como garantia da Oferta.

46. Por conseguinte, na visão da SRE, restaram descumpridas pelo Agente Fiduciário as exigências previstas na alínea (d) do item 9.4.1 da Escritura<sup>22</sup> e, no que tange à acusação, os incisos V e IX do art. 12 da ICVM nº 28/1983<sup>23</sup>, que estava em vigor em janeiro de 2016, quando as Debêntures foram emitidas, o que teria, inclusive, colaborado com a situação que causou prejuízos aos investidores.

47. Em sua defesa, a Planner discorreu, inicialmente, sobre sua experiência como agente fiduciário de debenturistas e argumentou que foi adotado, no caso vertente, um protocolo de atuação que vinha sendo observado, com êxito, em diversas outras emissões de debêntures<sup>24</sup>, e cujos procedimentos para o cumprimento das obrigações previstas na regulamentação em vigor, seguidos até então, não mereceram qualquer ressalva, seja por parte da CVM, seja por parte dos debenturistas, nas várias emissões de debêntures em que atuou como agente fiduciário.

48. Quanto à verificação das informações constantes da Escritura de Emissão (inciso V do art. 12 da ICVM nº 28/1983), a defesa alegou que não houve qualquer falha no cumprimento dessas obrigações pelo Agente Fiduciário, o qual teria analisado todos os documentos necessários para uma avaliação adequada acerca da regularidade formal da emissão de debêntures, já referidos acima.

49. De fato, noto que, no caso, restou evidenciado que a Planner solicitou documentos à Emissora<sup>25</sup> e realizou as diligências que julgou suficientes, e entendo serem pertinentes os argumentos no sentido de que incumbia à Acusação indicar as omissões, falhas ou defeitos então presentes na Escritura (tendo

<sup>22</sup> “9.4.1. Além de outros previstos em lei, em ato normativo da CVM, ou na presente Escritura constituem deveres e atribuições do Agente Fiduciário: (...) (d) verificar, no momento de aceitar a função, a veracidade das informações contidas nesta Escritura, diligenciando no sentido de que sejam sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tenha conhecimento”.

<sup>23</sup> “Art. 12. São deveres do agente fiduciário: (...) V - verificar, no momento de aceitar a função, a veracidade das informações contidas na escritura de emissão, diligenciando no sentido de que sejam sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tenha conhecimento; IX - verificar a regularidade da constituição das garantias reais, flutuantes e fidejussórias, bem como valor dos bens dados em garantia, observando a manutenção de sua suficiência e exequibilidade; (...)” (grifou-se).

<sup>24</sup> A defesa faz alusão aos esclarecimentos prestados à SRE em sua resposta ao Ofício nº 131/2018/ CVM/SRE/GER (referida nos itens 15 e 16 do TA).

<sup>25</sup> Anexo V do doc. 0821512.



## 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)

em vista que o dispositivo regulamentar faz referência ao tempo da aceitação da função de agente fiduciário), que a acusada devesse ter diligenciado no sentido de sanar, a fim de que se pudesse, a partir daí, averiguar se as providências por ela realizadas naquele momento (i.e., as tomadas conforme o *checklist* utilizado) haviam sido, de fato, insuficientes, segundo padrões mínimos de diligência, para detectar tais inconsistências.

50. Sem essa indicação, não vejo como responsabilizar a Planner por não ter adotado tal ou qual providência de checagem para fins de verificação pelo Agente Fiduciário, notadamente quando sequer expressamente exigida pelas normas aplicáveis, ou sem que a Acusação apontasse, ao menos, que fatores a tornaria, no caso, imprescindível, para fins de fiel desempenho das funções do agente fiduciário.

51. Refiro-me, por exemplo, à realização de pesquisas adicionais com o objetivo de verificar se a ITS@ respondia a ações judiciais que pudessem causar-lhe impacto substancial e adverso, tidas, pela SRE como diligências preteridas pelo Agente Fiduciário. Cabe observar que, nos termos do inciso XII do art. 12 da ICVM nº 28/1983<sup>26</sup>, não se retirou do próprio agente fiduciário um juízo de razoabilidade quanto à necessidade de realizar pesquisas de demandas judiciais relevantes contra a emissora. A propósito, aduziu a Planner que, ao assumir o encargo, não detectou indicativos de que a Emissora possuísse um contencioso relevante, que exigisse a realização de uma pesquisa mais aprofundada.

52. Vale também notar que a Ação Cautelar – sobre cuja divulgação alegadamente intempestiva também se apuram responsabilidades neste PAS, como será detalhado mais adiante –, aparentemente a única demanda com potencial de causar impacto substancial e adverso à Emissora, foi ajuizada em face da ITS@ em 20.10.2016, ou seja, após a colocação das Debêntures, que ocorreu em 26.01.2016, de modo que cabe reconhecer que sua existência não teria mesmo como ter sido detectada, caso a Planner, no momento de aceitar à função de agente fiduciário, tivesse realizado uma pesquisa de certidões e análises para buscar identificar demandas judiciais relevantes contra a Emissora.

53. Segundo a SRE, “[e]m virtude de uma verificação feita de modo superficial, a Planner não foi capaz de identificar omissões, falhas e defeitos contidos na Escritura, inclusive em relação à constituição das garantias de emissão, e deixou de atuar em defesa dos interesses dos debenturistas, colaborando com a situação que causou prejuízos a esses”. No entanto, como acertadamente ressalvado pela defesa, o que causou prejuízo aos debenturistas, segundo a própria SRE, não foram informações falsas ou omissões existentes na Escritura de Emissão ou no Instrumento de Alienação Fiduciária

---

<sup>26</sup> “Art. 12. São deveres do agente fiduciário: (...) XII - solicitar, quando julgar necessário para o fiel desempenho de suas funções, certidões atualizadas dos distribuidores cíveis, das Varas de Fazenda Pública, cartórios de protesto, Juntas de Conciliação e Julgamento, Procuradoria da Fazenda Pública, onde se localiza a sede do estabelecimento principal da companhia emissora e, também, da localidade onde se situe o imóvel hipotecado”. Observo que o item 18 da peça de defesa fez menção ao inciso IX do art. 12, mas transcreveu o conteúdo do inciso XII, ora reproduzido, razão pela qual depreende-se que se tratou de mero erro de digitação.



## 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)

propriamente ditas, as quais, como visto, a Acusação sequer objetivamente indicou, mas sim a fraude perpetrada pela Emissora, em conluio com a Intermediária Líder e respectivos administradores.

54. Também mais precisamente em relação às garantias das Debêntures, não foi especificamente apontada pela SRE qualquer falha ou omissão informacional na Escritura, que, até onde apurado, descreveu adequadamente a alienação fiduciária de ações prestada pela GF System<sup>27</sup>. Pode-se dizer o mesmo em relação ao Instrumento de Alienação Fiduciária em que a garantia foi formalizada.

55. Ademais, cabe diferenciar o papel do agente fiduciário de debenturistas, que não é propriamente um participante da oferta e tem sua atenção voltada, precipuamente, às verificações de regularidade formal dos instrumentos que amparam a emissão das debêntures a serem subscritas, daquele exercido, por exemplo, pelo intermediário líder, ao qual compete precisamente o dever de tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência com o objetivo de assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta<sup>28</sup>.

56. Não vislumbro, por conseguinte, nos autos, elementos aptos a ensejar a responsabilização da Planner por infração ao inciso V do art. 12 da ICVM n° 28/1983.

57. No tocante à acusação de descumprimento, pelo Agente Fiduciário, do dever previsto no inciso IX do art. 12 da ICVM n° 28/1983<sup>29</sup>, a SRE aduziu que não há qualquer informação de que a Planner tenha realizado uma avaliação da regularidade das garantias da oferta, do seu valor, da sua suficiência e exequibilidade e nem mesmo de que tenham sido verificados os documentos e atos societários da GF System, que alienou fiduciariamente as ações que foram utilizadas como garantia da oferta.

58. Observo, primeiramente, que a obrigação prevista no inciso IX do art. 12 da ICVM n° 28/1983 não se confunde com aquela atinente à verificação, pelo agente fiduciário, da veracidade das informações contidas na Escritura de Emissão e que compreende também a veracidade das informações relativas às garantias da emissão, prevista no inciso V do mesmo dispositivo regulamentar, já abordado<sup>30</sup>.

<sup>27</sup> Dispôs a Escritura: “3.7.1. Garantia Real. Em garantia do fiel, integral e pontual cumprimento de todo e qualquer valor relativo às Debêntures devido pela Emissora aos Debenturistas, o Garantidor constitui **alienação fiduciária** de **1.636.600** (um milhão seiscentos e trinta e seis mil e seiscentas) **ações da Emissora representativas de até 20% (vinte por cento) do capital da Emissora**, nos termos previstos em contrato de alienação fiduciária de ações a ser firmado junto ao Agente Fiduciário (“Contrato de Alienação Fiduciária de Ações” ou “Contrato de Garantia”)” (grifos adotados). Nesse sentido, também não caberia cogitar violação ao inciso V do art. 12 da ICVM n° 28/1983, quanto à verificação das informações relativas às garantias da emissão.

<sup>28</sup> Como preceitua o inciso I do art. 11 da ICVM n° 476/2009.

<sup>29</sup> Essa obrigação regulamentar foi refletida igualmente na alínea (t) do item 9.4.1 da Escritura.

<sup>30</sup> Na redação da ICVM n° 583/2016, essa distinção entre as duas obrigações ficou mais evidente: “Art. 11. São **deveres do agente fiduciário**, sem prejuízo de outros deveres que sejam previstos em lei específica ou na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente: (...) **V – verificar, no momento de aceitar a função,**





## 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)

59. O referido inciso IX institui um dever autônomo do agente fiduciário, de verificação da higidez da garantia da emissão, diretamente relacionado à efetivação do direito de crédito da comunhão dos debenturistas e que, a meu ver, se desdobra em dois subdeveres, igualmente relevantes, a saber:

- (i) o de verificação da regularidade da constituição da garantia, ou seja, do exame de sua validade e eficácia, no plano jurídico, inclusive quanto à sua exequibilidade; e
- (ii) o de verificação do valor dos bens dados em garantia de modo a assegurar a manutenção de sua suficiência, no plano econômico (i.e., a capacidade de a garantia fazer frente ao pagamento de parte ou da totalidade do saldo devedor das Debêntures, nos limites em que essa função houver sido estipulada na escritura de emissão e no instrumento de garantia, enquanto estas não forem integralmente amortizadas ou resgatadas).

60. A esse respeito, a defesa argumentou que a Planner, além de ter figurado como parte no Instrumento de Alienação Fiduciária, assegurou-se de que tal documento, cuja legitimidade jamais foi colocada em discussão, se revestisse da necessária validade jurídica. De fato, a Acusação não indicou precisamente um vício de constituição da garantia real em questão, que pusesse em xeque a validade e eficácia jurídica da alienação fiduciária de ações e tivesse sido ignorado pelo Agente Fiduciário. Consta dos autos, além disso, prova de que a Planner solicitou e obteve da Gradual os atos constitutivos da GF Systems, tão logo houve a aceitação de sua proposta<sup>31</sup>, o que indica que foi feita uma avaliação quanto à verificação de eventuais restrições estatutárias para a prestação da garantia pela controladora.

61. Não obstante, a SRE apontou também, como fundamento para a imputação de infração ao inciso IX do art. 12 da ICVM nº 28/1983, a falta de comprovação de que tenha havido uma verificação do valor da garantia e de sua suficiência, não se limitando, portanto, a juridicidade.

62. Ao se defender, porém, a Planner sustentou que:

- (i) à luz do que dispõe a regulamentação em vigor, não era atribuição do agente fiduciário realizar qualquer tipo de avaliação quanto à suficiência da garantia, previamente à realização de uma oferta pública de valores mobiliários, uma vez que essa nunca foi uma função que coubesse ao agente fiduciário de debenturistas, especialmente em se tratando de uma oferta de valores mobiliários dirigida a investidores profissionais;
- (ii) os documentos da Oferta individualizaram adequadamente os bens que foram oferecidos em garantia e cabia ao administrador dos fundos de investimento que adquiriram as debêntures realizar a avaliação acerca de sua suficiência. Era igualmente dever do administrador exigir avaliações adicionais ou outras cautelas em defesa dos debenturistas, como condição negocial

---

a veracidade das informações relativas às garantias e a consistência das demais informações contidas na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente, diligenciando no sentido de que sejam sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tenha conhecimento; (...) X – verificar a regularidade da constituição das garantias reais, flutuantes e fidejussórias, bem como o valor dos bens dados em garantia, observando a manutenção de sua suficiência e exequibilidade nos termos das disposições estabelecidas na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente; (...)” (grifos aditados).

<sup>31</sup> Anexo V do doc. 0821512.



## 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)

- para aceitação da oferta, não cabendo atribuir ao agente fiduciário o dever de intervir em tal aspecto negocial de uma oferta pública de valores mobiliários, pois quaisquer providências adicionais que a Planner sugerisse, como a elaboração de laudos de avaliação ou a inclusão de alertas na Escritura de Emissão, não teriam respaldo jurídico na regulamentação em vigor;
- (iii) a obrigação em comento se restringiria, então, ao acompanhamento do valor da garantia durante o prazo da emissão, impondo-se ao agente fiduciário a adoção das providências cabíveis na hipótese de algum evento que cause perda de valor da garantia ajustada na escritura de emissão, ou que afete sua exequibilidade, o que seria consentâneo com as obrigações usualmente estabelecidas nas escrituras de emissão de debêntures e outros valores mobiliários de zelar pela preservação das condições pactuadas na escritura, cuja alteração poderá, inclusive, ocasionar o vencimento antecipado dos valores mobiliários, não tendo, contudo, a extensão que a SRE pretende conferir, ao sustentar que a Planner teria a obrigação de emitir uma opinião acerca da qualidade e suficiência das garantias oferecidas previamente à subscrição das debêntures, à guisa de verdadeiro aconselhamento dos investidores;
  - (iv) não haveria, seja na doutrina jurídica, seja nos precedentes da CVM, qualquer suporte para o entendimento exposto no TA e mesmo na prática reiteradamente adotada pelos agentes fiduciários atualmente, não haveria, tampouco, a ciência de que teriam a obrigação de emitir alertas acerca de aspectos considerados críticos ou de maior risco numa oferta pública de debêntures, especialmente numa oferta dirigida exclusivamente a investidores profissionais;
  - (v) a orientação constante do Ofício Circular CVM/SRE nº 02/19, de 27.02.2019<sup>32</sup> estaria em desconformidade com o disposto na ICVM nº 583/2016, uma vez que faz referência a um dever de diligência do agente fiduciário que não está refletido na ICVM nº 538/2016 ou na ICVM nº 28/1983, e tampouco foi abordado pelo Colegiado da CVM em decisões proferidas em PAS ou em respostas a consultas formuladas por participantes do mercado;
  - (iii) a se entender correta a orientação ditada no Ofício Circular CVM/SRE nº 02/19, os Agentes Fiduciários passarão a realizar verdadeiro controle de mérito das ofertas, emitindo opiniões sobre aspecto diretamente relacionado à qualidade do investimento ofertado;
  - (iv) a noção de que o agente fiduciário tem o dever de avaliar a suficiência das garantias de um valor mobiliário ofertado publicamente é inadmissível, por acarretar confusão com atribuições de outros participantes do mercado, em especial os intermediários que atuam nas ofertas, ou os consultores de valores mobiliários, a quem está reservada a função de *“orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários”* (art. 1º da ICVM nº 592/2017);
  - (v) a acusação, nesse tocante, carece de fundamento legal, na medida em que os Ofícios Circulares

---

<sup>32</sup> A defesa transcreveu a seguinte passagem do ofício circular: “Com relação aos bens dados em garantia, o agente fiduciário deve verificar, além do valor declarado e de possíveis laudos de avaliação contratados pelo emissor ou terceiros, buscando **averiguar a verossimilhança do valor apontado** (por exemplo valores de mercado e histórico desses bens). Nesse sentido, **caso entenda necessário**, o agente fiduciário deverá, **inclusive, contratar novas avaliações** dos bens dados em garantia. Especialmente, no caso de garantias reais, o agente fiduciário deve atestar se o emissor possui, de fato, direitos sobre o objeto da garantia. Ademais, o agente fiduciário deve **constatar se a garantia prestada pelo emissor é capaz de alcançar seu objetivo de segurança adicional, exercendo papel independente em relação ao risco de performance do investimento representado pelo valor mobiliário distribuído**. Possíveis **riscos precisam ser devidamente consignados na escritura de debêntures, termo de securitização ou instrumento equivalente**” (grifos adotados).



## 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)

emitidos pelas diversas Superintendências da CVM não se destinam a inovar as normas que integram a regulamentação do mercado de valores mobiliários, editada por seu Colegiado, limitando-se a orientar os participantes do mercado acerca dos critérios adotados na interpretação e aplicação; e

- (vi) ainda que se entenda de forma diversa, a orientação constante do referido Ofício Circular configura inovação da regulamentação vigente, não encontrando respaldo em quaisquer das disposições da ICVM nº 538/2016, e é posterior aos fatos objeto deste PAS, sendo vedada sua aplicação retroativa, sob pena de infração ao art. 2º, p.ú., inciso XIII, da Lei nº 9.784/1999<sup>33</sup>.

63. Como se nota, a Planner defendeu, em suma, que o dever de que tratava o inciso IX do art. 12 da ICVM nº 28/1983 diria respeito unicamente ao acompanhamento de eventos que, após a realização da Oferta e durante o prazo da emissão, causassem perda de valor da garantia ajustada na Escritura de Emissão, ou que afetassem sua exequibilidade, impondo a adoção das providências cabíveis para recompô-la, mas não demandando, por outro lado, a realização de qualquer tipo de avaliação quanto à suficiência, no momento de sua constituição, providência que incumbiria ao administrador dos fundos de investimento que adquiriram as Debêntures, a quem competiria, igualmente, exigir avaliações adicionais ou outras cautelas em defesa dos debenturistas, como condição negocial para aceitação da Oferta, sendo descabida a intervenção do Agente Fiduciário em tal aspecto negocial da operação.

64. A propósito, não endosso tal entendimento demasiadamente restritivo aos contornos de um dos mais relevantes deveres atribuídos ao agente fiduciário, como anteriormente comentado.

65. Não há, no dispositivo em análise, qualquer indicação de que estaria dispensada a atuação do agente fiduciário no que tange às considerações elementares acerca do valor dos bens dados em garantia, por ocasião de sua constituição, ainda que, a meu ver, não caiba ao agente fiduciário a prerrogativa – nem o dever – de avaliar riscos de crédito da operação nem conceber ou demandar certo montante ou tipo de garantia ou de pacote de garantias. Não obstante, mesmo que não seja o responsável pela estruturação nem pela negociação das garantias, isso não quer dizer que esteja totalmente alheio à valoração, “na partida”, da garantia pactuada para a operação de crédito. Aliás, esse é o momento crucial para que se realize uma verificação de higidez das garantias ofertadas aos debenturistas, quando houver, considerando as condições financeiras propostas para as debêntures. De pouca valia seriam os esforços do agente fiduciário em manter, durante o prazo da emissão, um determinado nível ou índice de garantias que tivesse se mostrado, já na partida, em desacordo com o pactuado na escritura de emissão e nos instrumentos de constituição de garantias e insuficiente para reforçar a proteção do direito de crédito.

66. Note-se que o inciso IX do art. 12 da ICVM nº 28/1983 demandava expressamente que o agente

---

<sup>33</sup> “Art. 2º (...) Parágrafo único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (...) XIII - interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação”.



## 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)

fiduciário verifique o “valor dos bens dados em garantia”, observando a “manutenção de sua suficiência”, ou seja, essa verificação deve, logicamente, se dar no momento da constituição da garantia e prosseguir durante o prazo da emissão, de modo a que a garantia cumpra permanentemente a sua função de redução de risco de crédito para os debenturistas, mas, obviamente, apenas na extensão em que isso tenha sido previsto na escritura de emissão, considerando-se, inclusive, os eventos ocorridos subsequentemente à emissão, que possam afetar esse risco, como, por exemplo, modificações do saldo devedor das debêntures (amortizações, resgates parciais etc.) ou ocorrências que afetem o valor da garantia outorgada (por exemplo, uma expressiva desvalorização dos bens dados em garantia).

67. Ademais, “verificar” o “valor das garantias” pressupõe que o Agente Fiduciário deva agir com alguma dose de ceticismo, especialmente quando se deparar com sinais de alerta de possíveis manipulações ou fraudes quanto a valores declarados, laudos de avaliação com flagrantes inconsistências, etc. Tal verificação, contudo, se pauta por aspectos de verossimilhança e questões formais cuja apreciação esteja a seu alcance, sem que, de todo modo, o agente fiduciário tenha de refazer ou adentrar em controvertidos aspectos de *valuation*. Tais cautelas não significam que esse esteja a fazer controle de mérito das ofertas de valores mobiliários (i.e., opinando sobre a qualidade do investimento ofertado) ou juízo de valor acerca do risco de crédito e da garantia a ser, ou não, demandada, à guisa de aconselhamento dos investidores, como alardeia a defesa e que, com efeito, não seria seu papel.

68. Quanto ao fato *per se* de a Oferta ter se dirigido exclusivamente a investidores profissionais também não elimina a necessidade de se atender ao dever em questão, como acenado pela defesa. Nem a ICVM nº 28/1983 nem a ICVM nº 476/2009 trouxeram disposições que abrandassem o regime jurídico aplicável aos agentes fiduciários em ofertas públicas de debêntures com esforços restritos.

69. A despeito, porém, de minha parcial discordância quanto ao entendimento manifestado pela defesa sobre a extensão do dever de verificação das garantias a cargo do agente fiduciário, cabe analisar se, no caso concreto, houve, de fato, inobservância pela Planner, no âmbito da Oferta.

70. Consoante o Instrumento de Alienação Fiduciária, a garantia abrangeu 1.636.600 ações detidas pela GF Systems, representativas, na data de sua formalização, de 20% do capital social da ITS@. Às ações alienadas fiduciariamente foi atribuído o valor de R\$ 1.636.600,00. Não houve elaboração de laudo de avaliação e o valor referido na Escritura correspondeu ao valor patrimonial das ações<sup>34</sup>.

71. Previu-se, não obstante, a obrigação de a GF Systems recompor a garantia sempre que, durante a vigência do contrato, seu valor fosse reduzido a patamares inferiores ao referido patamar<sup>35</sup>. A esse

<sup>34</sup> Cada ação tinha o valor patrimonial de R\$ 1,00.

<sup>35</sup> A recomposição poderia se dar mediante vinculação de mais ações ou mediante depósito em dinheiro, em conta vinculada (cf. item 3.1.1 do Instrumento de Alienação Fiduciária).



## 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)

respeito, noto que a Planner argumentou, na fase investigativa, que, considerando que o valor das ações (dadas em garantia aos debenturistas) foi fixado com base no capital social da Emissora, acompanhava eventuais mutações do capital social da companhia, por meio da solicitação dos atos societários, bem como de consultas feitas perante a JUCESP<sup>36</sup>.

72. Infere-se da alegação que o racional adotado foi o de que a recomposição deveria ser necessária caso o valor patrimonial das ações alienadas fiduciariamente se reduzisse em algum momento, durante o prazo da emissão (embora não se possa dizer que o montante do capital social refletido na documentação societária fosse apto a refletir a variação do valor patrimonial propriamente dito). De todo modo, o Agente Fiduciário argumentou que não existia, no Instrumento de Alienação Fiduciária ou na Escritura de Emissão, obrigatoriedade de reavaliação da garantia real, tampouco de elaboração de laudo ou outro meio para verificação, o que, de fato, não constou dos referidos instrumentos.

73. Observe-se que, apesar de ter se tratado de uma emissão no valor total de R\$ 30 milhões, com possibilidade de subscrição parcial de, no mínimo, R\$ 10 milhões<sup>37</sup>, e que pudesse ser questionável a utilidade da garantia fiduciária de ações de emissão da própria ITS@, para fins de segurança adicional do crédito<sup>38</sup>, constata-se que as Debêntures eram, na realidade, da espécie quirografária (e esse é um aspecto relevante da Operação que foi simplesmente desconsiderado pela Acusação), embora a Escritura tivesse contado com previsão de constituição de garantia real “adicional”<sup>39</sup>, o que não é incomum.

<sup>36</sup> Na época, a Planner não chegou a fornecer provas desse acompanhamento, mas, nos Relatórios Anuais de 2016 e 2017, constaram informações sobre alterações estatutárias da ITS@, o que torna verossímil o alegado. Notadamente, no Relatório Anual de 2017 constaram dados sobre a consolidação do estatuto social, na AGE de 24.04.2017, com a alteração do capital social para R\$ 8.183.000,00 e, do aumento do capital social para R\$ 12.085.713,00, por deliberação na AGE de 16.01.2018.

<sup>37</sup> Foram adquiridas 2.902 debêntures das 3000 ofertadas, totalizando uma captação de R\$ 29.991.270,38 (doc. 0821535).

<sup>38</sup> Como apontado no relatório de *rating* preliminar da L.R. (versão não adulterada), garantias “atreladas ao desempenho do próprio Emissor (...) acabam perdendo o sentido de segurança adicional por não exercerem um papel independente frente a potenciais fracos resultados financeiros futuros e conseqüente não pagamento da dívida” (Doc. 0812109).

<sup>39</sup> A Acusação chegou a apontar que a garantia da emissão das Debêntures foi outorgada pela GF Systems, controladora da ITS@, a qual apresentava um capital social de apenas R\$ 10.000,00, que seria insuficiente para prover uma garantia sólida para os debenturistas, o que corrobora, a meu ver, que, na visão da SRE, o descumprimento do inciso IX do art. 12 da ICVM nº 28/1983 se deu em virtude da ausência de verificação da higidez da garantia, ainda que tal compreensão tenha sido explicitada em outro trecho do TA, pertinente à acusação de realização de operação fraudulenta, infração imputada à ITS@, à Gradual e a seus respectivos administradores. Textualmente: “125. A **garantia da emissão** de debêntures da ITS@ foi **dada pela GF SYSTEMS TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO LTDA.** (doc. 0820553), **empresa que tinha um capital social de apenas R\$ 10.000,00** (dez mil reais), **insuficiente** para dar uma **garantia sólida** para os debenturistas” (grifos adotados). Também não me parece que essa evidência, ainda que considerada para fins de analisar se a Planner verificou a higidez da garantia, fosse suficiente, por si só, para a comprovação da infração imputada ao Agente Fiduciário. Tratando-se de garantia real, o capital social da GF System não era elemento crucial para essa avaliação, pois a garantidora não responderia pessoalmente pela dívida, mas apenas com as ações de emissão da ITS@ de sua propriedade que restaram vinculadas, por força da alienação fiduciária, ao pagamento das Debêntures. Em última análise, portanto, o valor da garantia estava associado ao valor da própria ITS@, a considerar todos os aspectos relevantes para respectivo *valuation*, e não à controladora em si.





## 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)

74. Destarte, à luz do pactuado nos instrumentos da Oferta e diante da natureza complementar da garantia pactuada na Escritura de Emissão e do critério utilizado para a fixação de seu valor, não vislumbro, considerando as providências de verificação adotadas pela Planner, violação ao inciso IX do art. 12 da ICVM nº 28/1983.

75. Por fim, em que pese considerar que o entendimento manifestado pela SRE no Ofício Circular CVM/SRE nº 02/19 não comporta ilegalidade nem propriamente inova a ordem jurídica, refletindo uma interpretação razoável de como o agente fiduciário pode se desincumbir do referido mister, entendo que, para os estritos fins deste PAS, não cabe sindicá-lo a validade do referido ato administrativo, que, a par de não apresentar força normativa<sup>40</sup> (pois não é ato normativo da CVM), tampouco é ato não normativo aprovado pelo Colegiado e sequer serviu formalmente de base para a acusação contra a Planner – e não poderia mesmo ter sido, cabendo destacar que, inclusive, é posterior aos fatos objeto deste PAS.

### *c) Falta de transparência, lealdade, boa-fé, cuidado e diligência na proteção dos direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários*

76. No que concerne ao acompanhamento da prestação periódica de informações pela ITS@ e aos alertas encaminhados aos debenturistas acerca de eventuais omissões e incorreções constantes das informações prestadas pela Emissora, a SRE alegou, em primeiro lugar, que houve demora do Agente Fiduciário em reiterar à ITS@ a solicitação de envio da declaração do Diretor Administrativo Financeiro atestando o cumprimento das obrigações constantes da emissão, assim como das DFs completas referentes ao exercício social de 2016, que não haviam sido apresentadas pela Emissora no prazo inicial fixado, quando, em 13.01.2017, a Planner solicitou pela primeira vez os referidos documentos, para a elaboração do Relatório Anual de 2016<sup>41</sup>.

77. Segundo a SRE, apenas em 03.10.2017<sup>42</sup> a Planner notificou novamente a Emissora, questionando o não envio das informações periódicas (i.e cerca oito meses depois do envio do primeiro e-mail e mais de cinco meses após o prazo de divulgação do relatório anual<sup>43</sup>), o que demonstraria que não foi ativa e faltou com a diligência necessária, e esperada, para a proteção dos investidores.

---

<sup>40</sup> Consoante dispõe o art. 2, IV, da RCVM nº 1, de 06.08.2020, trata-se de ato desprovido de caráter normativo e voltado: “para consubstanciar os atos por meio dos quais as superintendências da CVM dão orientações, recomendações e diretrizes, cujo não atendimento não implique aos destinatários consequências jurídicas, efetivas ou potenciais, quanto à forma de cumprir as obrigações impostas pela Lei nº 6.385, de 1976, pela Lei nº 6.404, de 1976, pelas Resoluções da CVM, bem como quanto às orientações contidas nas Instruções Normativas, observados os precedentes do Colegiado, se houver”.

<sup>41</sup> Doc. 0821512, Anexo I.

<sup>42</sup> Doc. 0821512, Anexo VI. Na referida notificação, o Agente Fiduciário também requereu esclarecimentos da Emissora acerca da AGE convocada para deliberar sobre a cessão não onerosa de direitos patrimoniais, títulos e interesses relativos ou decorrentes de programas e sistemas de sua propriedade.

<sup>43</sup> Segundo o art. 15 da ICVM nº 583/2016, de quatro meses após o fim do exercício social do emissor.



## 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)

78. Em relação às informações necessárias para a elaboração do Relatório Anual de 2017 e que também não foram enviadas pela Emissora, o atraso na reiteração das informações não se repetiu em 2018, como admitido no próprio TA, pois a Planner enviou uma nova notificação em 09.04.2018, antes do prazo de divulgação do relatório.

79. Houve, além disso, na visão da SRE, omissão e falta de transparência da Planner na prestação de informações acerca da Ação Cautelar, envolvendo o arresto judicial de bens da Emissora e da Gradual, de cuja existência o Agente Fiduciário teria tido ciência por meio de correspondência que teria sido encaminhada em 21.02.2017 por um dos debenturistas<sup>44</sup>.

80. De acordo com a Acusação, apenas em 15.03.2017<sup>45</sup>, o Agente Fiduciário notificou a Emissora para se manifestar sobre o tema, uma vez que poderia ter incorrido em evento de inadimplemento, acarretando uma demora de mais de 20 dias para notificar a Emissora sobre um fato que poderia levar ao vencimento antecipado das Debêntures.

81. Além disso, apesar de a Planner ter alegado que a Ação Cautelar se encontrava em segredo de justiça, não apresentou à CVM a resposta da Emissora à notificação enviada, em que tal informação lhe teria sido prestada nem qualquer outro documento, acerca da referida demanda judicial<sup>46</sup>, senão um e-mail de 16.03.2017, pelo qual a Emissora confirmava que compareceria, em 20.03.2017, a uma reunião na Planner sobre as debêntures da ITS@<sup>47</sup>. Não obstante, a SRE ressaltou que o Agente Fiduciário consignou, na pág. 7 do Relatório Anual de 2016, que “[a] Emissora foi notificada sobre a Ação Cautelar, a qual prestou informações e disponibilizou documentos referentes ao processo em questão, que até a finalização do presente relatório estavam em análise por parte deste Agente Fiduciário”.

82. Adicionalmente, no Relatório Anual de 2017, a Planner voltou a informar na pág. 7 sobre o recebimento de correspondência encaminhada por um dos Debenturistas, representado pelo seu gestor, em fevereiro de 2017, pelo qual o Agente Fiduciário teria tomado ciência da existência da Ação Cautelar, na qual a Emissora figurava no polo passivo. O Relatório acrescentou que a Emissora foi notificada, prestou informações e disponibilizou documentos referentes ao processo em questão, mas que até a finalização do referido relatório encontravam-se “em análise” por parte desse Agente Fiduciário. Não havia, portanto, no Relatório Anual de 2017, qualquer informação adicional sobre a Ação Cautelar, nem mesmo de que a mesma se encontrava em segredo de justiça ou qualquer outra informação que já tivesse sido encaminhada pelo debenturista<sup>48</sup> e que já fosse do conhecimento da Planner.

<sup>44</sup> Trata-se da notificação extrajudicial, datada de 21.02.2017, encaminhada pela I.I. ao Agente Fiduciário (Doc. 0820542).

<sup>45</sup> Doc. 0821512, Anexo XII.

<sup>46</sup> Apesar de ter sido solicitado à Planner que o fizesse, conforme a alínea g do Ofício nº 131/2018/CVM/SRE/GER-3.

<sup>47</sup> Anexo XIII do doc. 0821512.

<sup>48</sup> Docs. 0820549 e 0820558.



## 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)

83. Portanto, para a SRE, a Planner faltou com a dever de transparência ao não dar informações sobre a análise realizada quanto às informações sobre a Ação Cautelar e ter apenas repetido no Relatório Anual de 2017 as mesmas informações que já tinham sido dadas no Relatório Anual de 2016.

84. Concluiu a Acusação que (i) a demora no envio de pedidos de informação para a Emissora, (ii) a falta de transparência nas informações sobre a Ação Cautelar na qual a Emissora figurava no polo passivo, bem como (iii) a falta de informações sobre a efetiva destinação dos recursos da oferta, e (iv) a falta de verificação da veracidade das informações relativas às garantias e a consistência das demais informações contidas na Escritura demonstraram que a Planner não atuou com a boa-fé, transparência, lealdade com os titulares das debêntures e não empregou no exercício de suas funções o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprio bens, descumprindo, assim, o disposto nos incisos I e II do art. 11 da ICVM nº 583/2016<sup>49</sup>, tendo colaborado, ademais, com a situação que causou prejuízos para os debenturistas.

85. Quanto à acusação de atraso na reiteração do pedido de informações que deveriam ter sido entregues pela Emissora, a Planner argumentou que a SRE desconsiderou as diversas notificações extrajudiciais enviadas à ITS@ em 15.03.2017, 08.05.2017 e 07.07.2017, que davam conta das graves infrações às disposições da Escritura de Emissão, além da convocação de AGD que se realizou em 20.10.2017 para delas tratar. Para a defesa, ainda que fosse verdadeira a alegação de que o Agente Fiduciário se mantivera inerte durante o período compreendido entre o primeiro pedido de informações, em 13.01.2017, e a notificação enviada em 03.10.2017, tal lapso temporal não ensejou qualquer prejuízo para os debenturistas, tampouco interferiu na avaliação que faziam acerca da emissão, à época, com base nas informações até então conhecidas acerca do que se passava com a Emissora. O fato que efetivamente importa é que, no período em tela, a Planner se manteve atenta aos acontecimentos que afetavam os interesses dos debenturistas, tendo tomado as medidas cabíveis para lidar com as graves ocorrências observadas até aquele momento.

86. A propósito, observo que, na notificação de 08.05.2017, apresentada como anexo à defesa da acusada, foi, de fato, reiterada pela Planner à ITS@ a solicitação de envio da declaração do Diretor Administrativo Financeiro atestando o cumprimento das obrigações constantes da emissão, assim como das DFs completas referentes ao exercício social de 2016<sup>50</sup>. Portanto, quanto à obtenção dos documentos

---

<sup>49</sup> “Art. 11. São deveres do agente fiduciário, sem prejuízo de outros deveres que sejam previstos em lei específica ou na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente: I – exercer suas atividades com boa fé, transparência e lealdade para com os titulares dos valores mobiliários; II – proteger os direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens; (...)”.

<sup>50</sup> Doc. 0963457, pp. 51-52.



## 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)

em tela, necessários à elaboração do Relatório Anual de 2016, é possível concluir que o Agente Fiduciário não se quedou totalmente inerte de janeiro a outubro de 2017, como alegado pela SRE.

87. Além disso, em que pese as notificações enviadas pela Planner à ITS@ em 15.03.2017 e 07.07.2017 terem versado sobre outros inadimplementos da Emissora<sup>51</sup>, entendo que tais correspondências corroboram a diligência da Planner no tratamento de cada um desses outros assuntos, em particular, relativos às Debêntures.

88. Reconheço, portanto, que o Agente Fiduciário não deixou de instar a Emissora a prestar informações sobre fatos que poderiam caracterizar o inadimplemento da Escritura de Debêntures que haviam chegado ao seu conhecimento, inclusive quanto às DFs do exercício de 2016 e à declaração do Diretor Administrativo Financeiro com relação ao cumprimento das obrigações assumidas pela Emissora. Como abordado até aqui, a meu ver, o que houve foi que, em alguns momentos, a Planner foi em alguma medida omissa na divulgação das informações obtidas (ou sobre o fato de não as ter obtido).

89. Não identifico, por conseguinte, neste particular, descumprimento quanto aos incisos I e II do art. 11 da ICVM nº 583/2016 por parte da Planner.

90. Por sua vez, no tocante à alegada falta de transparência pela Planner acerca da Ação Cautelar proposta em face da ITS@, trata-se, segundo a defesa, de infração imputável à Emissora, que descumpriu sua obrigação de divulgar informações sobre a existência da referida demanda judicial<sup>52</sup>, tendo deixado de dar conhecimento do fato à Planner. A ação fora ajuizada após a colocação das Debêntures e tramitava em segredo de justiça, o que impedia a Planner de ter acesso direto aos autos do processo, mas essa, logo após ter tomado conhecimento da Ação Cautelar<sup>53</sup>, notificou a Emissora, em 15.03.2017<sup>54</sup>, para obtenção de informações sobre o processo, tendo acompanhado atentamente o seu andamento, tendo, inclusive, feito reuniões com representantes da Emissora para tratar do assunto, como comprovado pela mensagem de 16.03.2017, sobre reunião realizada em 20.03.2017<sup>55</sup>, sendo esse o motivo pelo qual os Relatórios Anuais de 2016 e 2017 continham a informação de que a Ação Cautelar se encontrava “em análise”.

91. As justificativas apresentadas pelo Agente Fiduciário não são, a meu juízo, suficientes para rechaçar a acusação de falta de transparência pela acusada na condução do assunto em questão.

---

<sup>51</sup> A saber: (i) solicitação de esclarecimentos da ITS@ em razão da não prestação de informações sobre o ajuizamento da Ação Cautelar (notificação de 15.03.2017); e (ii) solicitação de esclarecimentos da Emissora em relação a matéria divulgadas na mídia relacionando a emissão das Debêntures a uma operação da Polícia Federal sobre fraudes contra fundos previdenciários por meio de debêntures (notificação de 07.07.2017).

<sup>52</sup> Em virtude do disposto no inciso VI do art. 17 da ICVM nº 476/2009.

<sup>53</sup> A Planner afirma que está equivocada a menção, no TA, de que teria sido notificada pela I.I. acerca da Ação Cautelar em 21.02.2017, pois segundo seus controles internos, tal notificação foi recebida em 10.03.2017.

<sup>54</sup> Doc. 0821512, Anexo XII.

<sup>55</sup> Anexo XIII do doc. 0821512.



## 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)

92. O inadimplemento da ITS@ em divulgar a existência da Ação Judicial é objeto de acusação específica, abordada mais adiante, mas não afasta a irregularidade imputável à Planner, quanto aos seus deveres como agente fiduciário. Ao menos desde 10.03.2017, segundo reconhece a própria defesa, a Planner já havia obtido informações essenciais acerca da Ação Cautelar, por meio de notificação recebida do administrador de um dos fundos que adquiriram as Debêntures, datada de 21.02.2017. Em 15.03.2017 a Planner notificou a ITS@ a prestar informações sobre a Ação Cautelar e, em 20.03.2017, teria ocorrido uma reunião em que, segundo a defesa, a Planner e a ITS@ trataram do assunto. Portanto, as informações recebidas pelo Agente Fiduciário acerca da Ação Cautelar deveriam ter constado do Relatório Anual de 2016, que foi divulgado em abril de 2017.

93. O segredo de justiça decretado pelo juiz da causa implicava que o acesso aos autos do processo judicial estivesse restrito às partes e seus procuradores<sup>56</sup>, mas isso, por outro lado, não impedia que o Agente Fiduciário prestasse aos debenturistas informações básicas acerca da demanda judicial de que já tinha então conhecimento (por exemplo: natureza, partes, objeto, valor envolvido, ordem de arresto, fase processual), uma vez que não foi demonstrado que a própria existência da demanda estivesse igualmente sob segredo. Noto, inclusive, que, nos referidos relatórios anuais, sequer constou a informação de que a demanda tramitava em segredo de justiça ou que essa fosse a razão de não terem sido fornecidos maiores esclarecimentos aos debenturistas.

94. Com efeito, o Relatório Anual de 2016 apresentou somente o seguinte trecho acerca do processo judicial em questão, que praticamente em nada esclarece, nem mesmo sobre o potencial impacto adverso que poderia causar na Emissora:

*“Ademais, em correspondência encaminhada por um dos Debenturistas, representado por seu Gestor, em fevereiro de 2017, o Agente Fiduciário tomou ciência da existência de Ação Cautelar, em trâmite na 24ª Vara Cível do Foro Central de São Paulo sob o nº 1115299-43.2016.8.26.0100, na qual a Emissora figura no polo passivo. A Emissora foi notificada, a qual prestou informações e disponibilizou documentos referente ao processo em questão, que até a finalização do presente relatório estavam em análise por parte deste Agente Fiduciário.”*

95. Como destacado pela SRE, no Relatório Anual de 2017, não houve qualquer alteração em relação às informações prestadas, que foram substancialmente as mesmas, a indicar no mínimo certa falta de zelo quanto à transparência na divulgação de informações sobre a Ação Cautelar.

96. O Agente Fiduciário acrescentou que os representantes legais dos fundos que adquiriram a totalidade das debêntures – i.e., a I.I. e a Gradual - figuravam como partes do processo<sup>57</sup>, e conheciam

<sup>56</sup> Conforme dispõe o Código de Processo Civil: “Art. 189 (...) § 1º O direito de consultar os autos de processo que tramite em segredo de justiça e de pedir certidões de seus atos é restrito às partes e aos seus procuradores”.

<sup>57</sup> A defesa aduz que a existência da Ação Cautelar chegou ao conhecimento da Planner por comunicação feita pela I.I., autora





## 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)

seu teor melhor que a Planner, de forma que os debenturistas tinham, por meio de seus representantes legais, melhor conhecimento da Ação Judicial do que a própria acusada, que sequer tinha acesso aos autos do processo, de modo que se mostrava desnecessária a inclusão, nos Relatórios Anuais, de dados descritivos mais detalhados da Ação Cautelar, sendo incabível cogitar-se de falta de transparência de sua parte em relação a esse fato.

97. Entretanto, entendo que tal circunstância não afasta a materialidade da infração, uma vez que o Relatório Anual é um documento informacional de interesse de todo o mercado, na medida em que as Debêntures poderiam, em princípio, ser negociadas com outros investidores profissionais, caso em que os adquirentes se fiariam nas informações ali contidas. Desse modo, entendo que restou comprovada a violação ao inciso I do art. 11 da ICVM nº 583/2016, quanto à falta de transparência pelo Agente Fiduciário acerca da Ação Cautelar. Reconheço, porém, que o fato de até então todos os debenturistas serem partes na Ação Cautelar mitiga a reprovabilidade da conduta do Agente Fiduciário, o que cabe considerar na dosimetria, reconhecendo menor gravidade em concreto.

98. Por sua vez, quanto à falta de prestação de informações nos Relatórios Anuais sobre a efetiva destinação dos recursos, depreende-se do próprio TA que o fato já havia fundamentado a acusação de violação à alínea “g” do inciso XVII do art. 12 da ICVM nº 28/1993<sup>58</sup> e ao inciso VII do art. 1º do Anexo 15 da ICVM nº 583/2016<sup>59</sup>, mas observo que, ao mesmo tempo, se apontou, no TA, a falta de proatividade do Agente Fiduciário no acompanhamento dessa destinação. Em textual:

*“26. No Relatório Anual de 2016 (doc. 0821507) a Planner se limitou a reproduzir o item da Escritura que trata sobre a futura destinação dos recursos obtidos com a oferta e não prestou qualquer informação sobre a efetiva destinação dos recursos captados. No Relatório Anual de 2017 (doc. 0821510) a Planner informou que a emissora não prestou informações acerca da destinação dos recursos captados com a Emissão. (...)”*

*28. Em relação ao Relatório Anual de 2016, divulgado em abril de 2017, a Planner informou que recebeu informações a respeito da destinação dos recursos da emissão fora do prazo previsto na Escritura, mas não informou quando a emissora encaminhou e qual foi a informação recebida. De qualquer forma, a Planner descumpriu o disposto na alínea “g” do inciso XVII, do art. 12 da Instrução CVM nº 28/1993 e no inciso VII do art. 1º do Anexo 15 da Instrução CVM nº 583/2016, pois não deu qualquer informação sobre a efetiva destinação*

---

da ação e gestora do Fundo P., ao passo que as debêntures remanescentes eram de propriedade do Fundo B.A., administrado pela Gradual, que também figurava como parte na Ação Cautelar.

<sup>58</sup> “Art. 12. São deveres do agente fiduciário: (...) XVII – elaborar relatório destinado aos debenturistas, nos termos do artigo 68, § 1º, alínea “b”, da Lei nº 6.404, de 1976, o qual deve conter, ao menos, as seguintes informações: (...) g) acompanhamento da destinação dos recursos captados através da emissão de debêntures, de acordo com os dados obtidos junto aos administradores da companhia emissora; (...)”.

<sup>59</sup> “Art. 1º O relatório anual do agente fiduciário deve descrever os fatos relevantes ocorridos durante o exercício relativos à execução das obrigações assumidas pelo emissor, à administração do patrimônio separado, aos bens garantidores do valor mobiliário e ao fundo de amortização, e conter, no mínimo, as seguintes informações: (...) VII – destinação dos recursos captados por meio da emissão, conforme informações prestadas pelo emissor; (...)”.



## 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)

*dos recursos no Relatório Anual de 2016 ou sobre o não recebimento de informações da Emissora sobre o assunto.*

*29. Em relação ao Relatório Anual de 2017, a Planner informou que não recebeu qualquer informação sobre a destinação dos recursos captados por meio da emissão. A Planner alegou que, em virtude da incapacidade da emissora enviar informações, encaminhou uma notificação em 09.04.2018 (Anexo III do doc. 0821512).*

*30. Entretanto, a notificação encaminhada não cita qualquer dispositivo relacionado com a destinação dos recursos da oferta e a Planner não foi capaz de comprovar qualquer esforço adicional que tenha realizado entre 2016 e 2018 para obter informações sobre o destino dos recursos da oferta, além do envio dos e-mails padronizados em 13.01.2017 e em 22.01.2018 (Anexos I e II do doc. 0821512). Não tendo comprovado nem mesmo se os e-mails padronizados foram reiterados.*

*31. Somente em maio de 2018, em virtude de uma série de outras faltas de informação é a que a Planner convocou uma assembleia geral de debenturistas, que não citou expressamente a questão da destinação dos recursos.*

*32. Portanto, a Planner não comprovou ter tomado qualquer atitude efetiva para acompanhar a destinação dos recursos captados por meio da oferta e não cumpriu o disposto na alínea “g” do inciso XVII, do art. 12 da Instrução CVM nº 28/1993 e do inciso VII do art. 1º do Anexo 15 da Instrução CVM nº 583/2016.33. A falta de informações sobre a destinação dos recursos da oferta ajudou a Gradual a desviar recursos da ITS@ em seu proveito e a Planner tem responsabilidade por não ter dado informações sobre o assunto”. (grifei)*

99. À luz dos trechos acima, considero que a alegada violação do inciso II<sup>60</sup> do art. 11 da ICVM nº 583/2016 refere-se unicamente à ausência de qualquer “esforço adicional” ou “atitude efetiva” da Planner no sentido de obter da Emissora informações sobre a destinação dos recursos, ante a inércia dessa em responder às notificações recebidas, o que, à luz do TA, se houvesse ocorrido, demonstraria verdadeiramente o seu comprometimento no acompanhamento da destinação dos recursos captados<sup>61</sup>.

100. Em outras palavras, no que respeita à violação à alínea “g” do inciso XVII do art. 12 da Instrução CVM nº 28/1993, o que se discute é o dever de informar<sup>62</sup>, ao passo que, no tocante à infração

<sup>60</sup> Não identifico que a Planner possa ter descumprido o dever de exercer suas atividades com boa fé, transparência e lealdade para com os titulares dos valores mobiliários (inciso I do art. 11 da ICVM nº 583/2016, também mencionado no TA), especificamente no que toca ao fato de não ter esse agente fiduciário envidado maiores esforços para obter da ITS@ informações acerca da destinação dos recursos da Oferta. Por essa razão, minha análise se restringe ao dever de diligência, referido no inciso II do dispositivo citado.

<sup>61</sup> Com efeito, a meu ver, não cabe acolher a referida acusação, sob a ótica das alegadas falhas ou omissões do relatório anual quanto às necessárias informações acerca da destinação dos recursos da Oferta, antes tratadas (o que, se ocorresse, geraria a duplicidade de acusações por uma mesma conduta da Planner, a que a defesa se referiu, em preliminar).

<sup>62</sup> Conforme ensina José Garcia Romeu do Amaral: “A LSA cuida de uma série de deveres atribuídos ao agente fiduciário no sentido de informar a organização dos debenturistas periodicamente sobre o estado da sociedade emissora. Deve-se atentar, nesse sentido, para as seguintes condutas mandatárias previstas na referida lei societária e na IN/CVM 28 (i) elaboração de relatório anual (...) O relatório mencionado no item (i), na realidade, é a forma exigida para a apresentação das informações e comprovação do cumprimento do dever de informar. A informação nele contida é que torna o agente fiduciário cumpridor



## 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)

ao inciso II do art. 11 da ICVM nº 583/2016, o cerne da análise repousa no dever de cuidado (ou de diligência)<sup>63</sup>. Por essas razões, concluo que as acusações subsistem autonomamente.

101. A esse respeito, a defesa alegou que o pedido de informações dirigido à Emissora foi reiterado repetidas vezes, embora os vários apelos de prepostos da Planner para obtenção das informações não tenham sido formalmente registrados. No entanto, cabe ao agente fiduciário documentar adequadamente as comunicações enviadas e recebidas dos emissores<sup>64</sup>. Inexistindo qualquer prova documental da alegada interação, não há como aceitar a justificativa apresentada.

102. A defesa, porém, acrescentou que, mesmo que se tome por verdadeira a alegação da acusação de que a Planner não empregou esforços adicionais para obter a informação em questão, tal fato não caracterizaria, de forma alguma, infração aos dispositivos acima referidos, pois não lhe seria exigível adotar medidas coercitivas para obtenção de tais informações, uma vez já as tendo solicitado à Emissora, ainda que esta não atendesse à solicitação.

103. Tal afirmação deve ser recebida com certa reserva, uma vez que o agente fiduciário pode, em tese, usar de qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses dos debenturistas<sup>65</sup>. Não há, portanto, como excluir *a priori* a possibilidade de o agente fiduciário pleitear judicialmente medidas coercitivas em face da Emissora, embora a lei conceda-lhe, neste caso, uma faculdade, cujo exercício dependerá sempre de sopesamento entre os prós e contras/custos e benefícios, de se instaurar contencioso contra a emissora, notadamente com o objetivo de obter o *enforcement* de obrigações não financeiras e eventual proposição de declaração de vencimento antecipado das debêntures pelos debenturistas.

104. No contexto narrado pela defesa, noto que, ao longo de 2016 e 2017, foram evidenciados sucessivos descumprimentos da Emissora, os quais acarretaram o encaminhamento de uma série de notificações pelo Agente Fiduciário, solicitando as devidas explicações, em alguns casos reiteradas.

---

do seu dever” (*in*: Regime Jurídico das Debêntures, 2ª ed., São Paulo: Almedina, 2016, p. 248).

<sup>63</sup> Do mesmo autor: “O dever de diligência, ou de proteção, é o preceito geral que orienta a atuação do agente fiduciário no sentido de que ele empregue o “cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens” (art. 68, §1º, alínea “a”, da LSA). Este dever vincula o agente fiduciário à proteção dos direitos e interesses da organização dos debenturistas. (...) Pinheiro Guimarães observa que “o cumprimento desse dever legal requer do agente fiduciário uma postura pró-ativa e vigilante, de forma a permitir a antecipação aos fatos que possam afetar os direitos dos debenturistas e a tomada de medidas necessárias para resguardá-los. A atuação do agente fiduciário deve ser acima de tudo acautelatória, preventiva, e não meramente reparatória”” (op. cit., pp. 247-248).

<sup>64</sup> Segundo dispunha o art. 12, inciso III, da ICVM nº 28/1983: “Art. 12. São deveres do agente fiduciário: (...) III - conservar em boa guarda toda a escrituração, correspondência e demais papéis relacionados com o exercício de suas funções; (...)”. A regra foi reproduzida, com pequenas alterações redacionais, na ICVM 583/2016: “Art. 11. São deveres do agente fiduciário, sem prejuízo de outros deveres que sejam previstos em lei específica ou na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente: (...) IV – conservar em boa guarda toda a documentação relativa ao exercício de suas funções; (...)”.

<sup>65</sup> Conforme art. 68, §3º da LSA.



## 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)

105. Houve, inclusive, a convocação de AGD para deliberar sobre o vencimento antecipado das Debêntures, em duas ocasiões. Na primeira AGD, realizada em 20.10.2017, os debenturistas deliberaram pela não declaração do vencimento antecipado naquele momento<sup>66</sup>. A segunda convocação dos debenturistas ocorreu em 25.04.2018, para que a AGD deliberasse, dentre outros inadimplementos, sobre a não comprovação da aplicação dos recursos obtidos na emissão<sup>67</sup>. Nessa última AGD, realizada em 08.05.2018, os debenturistas decidiram declarar o vencimento antecipado das debêntures.

106. Sendo assim, em que pese ter restado, a meu ver, demonstrada a falha informacional pela Planner quanto à destinação dos recursos da Oferta, como já abordado neste voto, não encontro elementos suficientes, nos autos, para formar convicção quanto a ter havido falta de diligência da Planner em adotar medidas adicionais diante da negativa da Emissora em fornecer informações sobre a aplicação dos recursos da Oferta, em infração ao inciso II do art. 11 da ICVM nº 583/2016.

107. Por fim, observo que a alegada “falta de verificação da veracidade das informações relativas às garantias e a consistência das demais informações contidas na Escritura”, que, para a SRE, teria configurado violação dos incisos I e II do art. 11 da ICVM nº 583/2016, foi também caracterizada como conduta infringente do inciso V do art. 12 da ICVM nº 28/1993<sup>68</sup>, em outro trecho do TA<sup>69</sup>.

108. Nesse caso, em que pese caber analisar, num sentido mais amplo, referida conduta sob a ótica do dever de cuidado e diligência, dado que esse dever geral de conduta orienta o cumprimento das demais

<sup>66</sup> A referida AGD foi convocada para deliberar sobre a declaração de vencimento antecipado das Debêntures em virtude da cessação não onerosa a terceiro de todos os direitos patrimoniais, títulos e interesses relativos e/ou decorrentes dos programas e sistemas da Emissora, sem a prévia comunicação aos debenturistas.

<sup>67</sup> A referida AGD também deliberou sobre as seguintes matérias: (i) ausência de renovação anual do *rating* das debêntures; (ii) não envio das DFs e declaração do diretor administrativo-financeiro; não realização da publicidade dos dados econômicos financeiros; não envio de organograma, todos os dados financeiros e atos societários necessários à elaboração do Relatório Anual; e não envio das cópias das atas de assembleias gerais ordinárias; (iii) falta de divulgação das DFs no site da Emissora; e (iv) determinadas notícias veiculadas em mídia, relativas à Emissora.

<sup>68</sup> “Art. 12. São deveres do agente fiduciário: (...) V - verificar, no momento de aceitar a função, a veracidade das informações contidas na escritura de emissão, diligenciando no sentido de que sejam sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tenha conhecimento; (...)”.

<sup>69</sup> “39. **Para comprovar que verificou**, no momento de aceitar a função, **a veracidade das informações contidas na Escritura de emissão**, diligenciando no sentido de que fossem sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tenha conhecimento, bem como a regularidade da constituição das garantias reais, flutuantes e fidejussórias, e o valor dos bens dados em garantia, observando a manutenção de sua suficiência e exequibilidade, **exigências previstas na alínea (d) do item 9.4.1 da Escritura**, bem **como nos incisos V e IX do art. 12 da Instrução CVM nº 28/1993**, que estava em vigor em janeiro de 2016, quando as debêntures foram emitidas (que foi reproduzido no inciso V do art. 11 da Instrução CVM nº 583/2016, que revogou a Instrução CVM nº 28/1993 e que entrou em vigor em março de 2017), a Planner informou que: a) solicitou que a emissora encaminhasse seus atos societários; b) consultou o sítio da Serasa na Internet para certificar a inexistência de pendências da emissora; c) consultou o sítio da Receita Federal para confirmar se o CNPJ da emissora estava ativo e regular; d) fez consulta na Junta Comercial para certificar-se a respeito da regularidade do registro da emissora (fls. 3 e 4 do doc. 0820575). 40. (...) As verificações descritas pela Planner foram extremamente básicas e protocolares, **incapazes de comprovar o cumprimento dos incisos V e IX do art. 12 da Instrução CVM nº 28/1993** e de identificar, efetivamente, omissões, falhas ou defeitos” (grifos aditados).



## 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)

obrigações do agente fiduciário<sup>70</sup>, entendo que deve prevalecer neste PAS apenas a capitulação de infração ao inciso V do art. 12 da ICVM n° 28/1983, por sua especificidade, afastando-se, quanto a essa conduta, a incidência do tipo aberto, mais genérico (infração aos incisos I e II do art. 11 da ICVM n° 583/2016). Em relação à infração ao inciso V do art. 12 da ICVM n° 28/1983, todavia, já propus a absolvição da Planner, em seção específica deste voto.

### *d) Divulgação de Conflitos de Interesse*

109. A SRE apontou que os diretores da Emissora eram também diretores da Gradual, de modo que existia um conflito de interesses que deveria ter sido divulgado aos investidores pela Gradual, em conformidade com o disposto no inciso II do art. 11 da ICVM n° 476/2009<sup>71</sup>, não havendo, contudo, evidência de que isso tenha ocorrido, como informara a I.I. em sua notificação, nem de que o Agente Fiduciário tenha sido comunicado sobre tal conflito de interesses<sup>72</sup>.

110. Consequentemente, segundo a peça acusatória, restou caracterizado o descumprimento da referida norma, imputável à Gradual e à sua diretora, Fernanda Freitas.

111. Como dito, Gradual e Fernanda Freitas não trouxeram considerações sobre o mérito da acusação, em suas defesas. Observo, de todo modo, que, durante a fase investigativa, a Gradual, ao ser questionada sobre a aquisição de 974 Debêntures pelo Fundo M. II, alegou que Gabriel Freitas ocupava o topo da cadeia societária da ITS@, com participação indireta equivalente a 89,10%, mas que, na corretora, sua participação indireta equivalia a apenas 0,00898%, de modo que essa ínfima participação não lhe conferiria posição a caracterizar controle, coligação ou influência preponderante. Na visão da Gradual, tampouco caracterizariam, juridicamente, coligação entre ela e a ITS@, o fato de Fernanda Freitas, controladora da Gradual, ser casada com Gabriel Freitas, nem de a Gradual, a GF Systems e a ITS@ terem ocupado o mesmo endereço, por algum período, por ocasião da constituição da Emissora<sup>73</sup>.

112. A meu juízo, porém, assiste razão à Acusação. Os Quadros de Sócios e Administradores da Gradual e da Emissora comprovam que Gabriel Freitas era diretor de ambas as empresas<sup>74</sup>. Note-se que

---

<sup>70</sup> Vale citar, a propósito, trecho da manifestação de voto do ex-Presidente Marcelo Barbosa que tratou do dever de diligência, ainda que em outro contexto, sobre a ótica dos deveres fiduciários dos administradores, mas cujo racional, nesse aspecto, aqui também se aplica: “O dever de diligência representa um dos principais instrumentos de controle e disciplina da atuação dos administradores por sua abrangência e seu caráter orientador dos demais deveres fiduciários. Sem embargo, é preciso ter cautela na sua utilização como meio de aferição da conformidade dos atos praticados por administradores, de modo a evitar sua utilização, na prática, como uma garantia ampla contra a falibilidade dos administradores” (PAS CVM n° RJ2014/6517, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 25.06.2019).

<sup>71</sup> “Art. 11. São deveres do intermediário líder da oferta: (...) II – divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores; (...)”.

<sup>72</sup> Doc. 0820549.

<sup>73</sup> Doc. 0811802.

<sup>74</sup> Docs. 0821525 e 0821528.





## 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)

a I.I., gestora de um dos fundos que adquiriu as Debêntures, alegou que não foi informada sobre a respeito, não tendo sido apresentada qualquer evidência de divulgação do conflito pela Gradual.

113. Tal circunstância, destacada no TA, era suficiente para caracterizar o conflito de interesses, uma vez que poderia afetar a atuação da Gradual e o cumprimento das obrigações por parte das pessoas que desempenhavam funções ligadas à Oferta. Em acréscimo ao alegado pela SRE, observo, ainda, conforme apurado antes da instauração do PAS, que Gabriel Freitas era também controlador da ITS@, por meio da GF Systems<sup>75</sup> e, à época da emissão, Fernanda Freitas também era diretora da ITS@, tendo inclusive assinado a Escritura de Emissão como sua representante. Vale dizer, Fernanda Freitas também ocupava cargo na administração da Emissora e da Gradual<sup>76</sup>.

114. O conflito de interesses deveria ter sido, portanto, devidamente divulgado, o que não ocorreu.

115. Tendo atuado na qualidade de Intermediária Líder da Oferta, a Gradual foi a autora da infração. Além disso, como ressaltado no TA, Fernanda Freitas era, à época da Oferta, a principal diretora da Gradual<sup>77</sup>, tendo participado ativamente da Operação e encaminhado várias informações da Coordenadora<sup>78</sup>, além de ter assinado a Escritura de Emissão como representante da ITS@<sup>79</sup>. A acusada era casada com Gabriel Freitas, conforme confirmado pela própria Gradual, ao se manifestar na fase investigativa<sup>80</sup>, de modo que a Coordenadora e sua diretora não poderiam alegar que desconheciam o conflito de interesses existente entre a Gradual e a ITS@. Assim, entendo que Fernanda Freitas também deve ser responsabilizada pelo descumprimento da regra informacional em questão, nos termos do p.º do art. 11 da referida ICVM n.º 476/2009<sup>81</sup>.

***e) Procedimentos adotados pela Coordenadora para assegurar que as informações prestadas pela Emissora eram verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes***

116. O TA também apontou que a Gradual atuou como Intermediária Líder da Oferta, conforme informações por ela prestadas, disponíveis no Sistema de Ofertas Públicas com Esforços Restritos da CVM<sup>82</sup>, bem como disponíveis no site [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br), mantido pela ANBIMA<sup>83</sup>.

<sup>75</sup> Doc. 0811839.

<sup>76</sup> A Gradual informou, na fase pré-sancionadora, que Fernanda Freitas assinou a Escritura de Emissão, datada de 26.01.2016, por integrar a diretoria da ITS@, tendo deixado a administração da Emissora em 10.03.2016 (doc. 0811802). A Oferta teria se iniciado em 08.03.2016 (doc. 0821535).

<sup>77</sup> Doc. 0821525.

<sup>78</sup> Anexos X e XI do doc. 0821512.

<sup>79</sup> Doc. 0820738.

<sup>80</sup> Vide parágrafo 11 do doc. 0811802.

<sup>81</sup> “Parágrafo único. Os administradores do intermediário líder da oferta também são responsáveis pelo cumprimento da obrigação prevista no caput”.

<sup>82</sup> Doc. 0821535.

<sup>83</sup> Doc. 0821537.



## 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)

117. Tendo em vista que a Gradual estruturou uma oferta de debêntures de emissão de uma empresa a ela ligada (a ITS@), colocada perante fundos de investimento por ela administrados, a exemplo do Fundo B. A., que foi o único debenturista presente na AGD da ITS@ realizada em 20.10.2017<sup>84</sup>, não houve, segundo a SRE, a cautela e a diligência necessárias para uma correta e independente avaliação da veracidade das informações prestadas pela Emissora para o Intermediário Líder.

118. A Gradual e seus diretores foram questionados pela SRE sobre o assunto<sup>85</sup>, mas não apresentaram qualquer resposta. Na visão da Acusação, portanto, ausente qualquer evidência de que a Gradual agira com cautela e elevados padrões de diligência para a verificação das informações prestadas pela ITS@ e comprovada a atuação do intermediário em situação de conflito de interesse, ficou caracterizado que a Gradual descumpriu o disposto no inciso I do art. 11 da ICVM nº 476/2009<sup>86</sup>, cabendo responsabilizar igualmente Fernanda Freitas, na condição de diretora, nos termos do p.ú.

119. Com efeito, a Gradual atuava, na Oferta, como Intermediária Líder, ao mesmo tempo em que era administradora dos fundos que adquiriram as Debêntures. Além disso, a Gradual e a Emissora tinham diretores em comum. Essa situação comprometia a independência da Intermediária Líder no tocante à verificação das informações prestadas pela ITS@, tarefa cuja execução em termos satisfatórios demandava que se comportasse como verdadeira contraparte contratual<sup>87</sup>.

120. As acusadas, além disso, quando instadas a se manifestarem, não apresentaram à CVM documentação pertinente à comprovação de que realizaram uma investigação razoável das informações prestadas pela Emissora, ainda que valendo-se da opinião de *experts*<sup>88</sup>.

121. Note-se que, tratando-se do intermediário líder, a consumação da infração se dá pela falta de

<sup>84</sup> Anexo VII do doc. 0821512. Ressalte-se que nessa AGD foi aprovada a não declaração de vencimento antecipado das Debêntures em virtude de inadimplementos da Emissora.

<sup>85</sup> Por meio do Ofício nº 132/2018/CVM/SRE/GER-3 (doc. 0820569).

<sup>86</sup> “Art. 11. São deveres do intermediário líder da oferta: I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; (...)”.

<sup>87</sup> Como explica Gabriel Saad Kik Buschinelli: “O intermediário deve fazer as vezes de uma contraparte comercial na emissão de valores mobiliários. Como, normalmente, nenhum dos investidores terá tempo ou recursos disponíveis para investigar o emissor, cabe ao intermediário assumir essa função simulando uma negociação entre partes independentes” (Comentários aos arts. 19 e 20 da Lei nº 6.385/1976. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. (Org.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais - Lei nº 6.385/76. 1 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 420-421).

<sup>88</sup> Ainda segundo o mesmo autor: “Interpretando a função do intermediário, a jurisprudência consigna que ele não pode aceitar passivamente as informações providas pelos administradores do emissor, nelas confiando cegamente, pois um homem de negócios prudente que estivesse administrando sua propriedade e negociando independentemente com o emissor não se contentaria com meras afirmações (...) Ressalta-se, com isso, a necessidade de que o intermediário realize uma investigação autônoma das informações fornecidas. (...) É praticamente impossível, contudo, que o intermediário comprove a veracidade de todas as informações fornecidas no prospecto. Em maior ou menor medida, o intermediário deve poder confiar em opiniões prestadas por experts como auditores independentes ou assessores jurídicos” (op. cit., p. 422).



## 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)

cuidado e de diligência na verificação das informações recebidas do emissor, em vista dos *standards* de conduta que são esperados deste participante da oferta, não restrita aos casos de efetiva prestação de informação falsa, incompleta ou inconsistente pelo emissor dos valores mobiliários ofertados.

122. O cerne da questão é o fiel cumprimento do papel deste importante *gatekeeper*, que não se desfaz nem reduz mesmo que se trate de oferta destinada exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais, já que tais deveres estão expressamente previstos na ICVM nº 476/2009.

123. Assim, considero que restou comprovada a falta de cuidado e de diligência da Gradual para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante fossem verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, devendo ser responsabilizada por infração ao inciso I do art. 11 da ICVM nº 476/2009.

124. Além disso, pelas mesmas razões e fundamentos apontados pela SRE, concluo que Fernanda Freitas deve ser igualmente responsabilizada pela referida infração.

### *f) Descumprimentos dos Deveres da Emissora*

125. O TA apontou, de outra parte, que a ITS@ descumpriu dispositivos da ICVM nº 476/2009.

126. A Emissora não apresentou defesa. Não obstante, a revelia da acusada, em sede de processo administrativo sancionador no âmbito da CVM, não resulta em confissão quanto à matéria de fato e tampouco torna incontroversas as alegações feitas na Acusação<sup>89</sup>, permanecendo com a Acusação o ônus de trazer aos autos elementos de materialidade e autoria suficientes a amparar a imputação realizada.

127. A SRE pontuou que a Emissora deixou de preparar as DFs de encerramento dos exercícios de 2016 e 2017, em conformidade com a LSA e com as regras da CVM, bem como de divulgá-las, acompanhadas de notas explicativas e do relatório dos auditores independentes dentro de três meses contados do encerramento do exercício, em violação aos incisos I e III do art. 17 da ICVM nº 476/2009<sup>90</sup>.

128. Com efeito, restou comprovado que as debêntures da 1ª emissão da ITS@ estiveram admitidas à negociação, nos termos do art. 14 da ICVM nº 476/2009, uma vez que a Cláusula 2.3.1 da Escritura de Emissão informava que as Debêntures seriam depositadas para negociação no mercado secundário no Módulo CETIP 21 – Títulos e Valores Mobiliários operacionalizado pela CETIP S.A. – Mercados

<sup>89</sup> Conforme previsto, à época da citação da acusada, no art. 28 da Resolução CVM (“RCVM”) nº 607/2019, e atualmente no mesmo dispositivo da RCVM nº 45/2021, que a revogou e substituiu.

<sup>90</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: I – preparar demonstrações financeiras de encerramento de exercício e, se for o caso, demonstrações consolidadas, em conformidade com a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e com as regras emitidas pela CVM; (...) III – divulgar suas demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas e parecer dos auditores independentes, em sua página na rede mundial de computadores, dentro de 3 (três) meses contados do encerramento do exercício social; (...)”.



## 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)

Organizados, ao passo que o *site* [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br), mantido pela ANBIMA, disponibilizava os preços de negociação das debêntures com o nome de ITSA e código de ITSY11 em mercado organizado<sup>91</sup>, o que fazia incidir a obrigação supracitada.

129. A Cláusula 8.1 da Escritura de Emissão<sup>92</sup> também previa, em suas alíneas (a)(i), (b) e (c)<sup>93</sup>, a obrigação de manter a sua contabilidade atualizada em conformidade com a LSA, a publicar as DFs e a fornecer ao Agente Fiduciário, no prazo de 90 dias após o término de cada exercício social, ou dois dias úteis após a divulgação, as DFs completas e auditadas por auditor independente, não restando dúvidas de que a ITS@ tinha a obrigação de preparar as DFs de encerramento de exercício, em conformidade com a LSA e com as regras da CVM, bem como divulgá-las, acompanhadas de notas explicativas e do relatório dos auditores independentes dentro de três meses contados do encerramento do exercício social.

130. Além disso, consta dos autos que a Emissora, em resposta a notificação recebida do Agente Fiduciário, datada de 09.10.2017<sup>94</sup>, admitiu que o processo de elaboração de suas DFs do exercício de 2016 sofreu atraso e que não conseguiu cumprir o prazo de 90 dias após o final do exercício para a sua divulgação, embora naquele momento as DFs já tivessem sido publicadas em seu *site* na Internet.

131. Em 09.04.2018 a Planner notificou a ITS@ sobre o descumprimento obrigação de apresentar as DFs relativas ao exercício de 2017<sup>95</sup>, mas, naquela ocasião, a Emissora sequer apresentou resposta.

132. A Acusação destacou, ainda, que o relatório de auditoria referente às DFs da ITS@ encerradas em 31.12.2016 só foi preparado pelos auditores independentes em 22.08.2017<sup>96</sup>, o que demonstra que o relatório referente às DFs encerradas em 31.12.2016 foi assinado já após o prazo previsto no art. 17 da ICVM nº 476/2009 e na Cláusula 8.1 da Escritura de Emissão. Ademais, as DFs encerradas em 31.12.2017 não chegaram a ser divulgadas na página da ITS@ na Internet. Em 08.05.2018 só constavam

---

<sup>91</sup> Doc. 0821567.

<sup>92</sup> Doc. 0820738.

<sup>93</sup> “8.1. Observadas as demais obrigações previstas nesta Escritura, enquanto o saldo devedor das Debêntures não for integralmente pago, a Emissora obriga-se, ainda, a: (...) (a) fornecer ao Agente Fiduciário: (i) dentro de, no máximo, 90 (noventa) dias após o término de cada exercício social, ou em 2 (dois) Dias Úteis após as datas de suas respectivas divulgações, o que ocorrer primeiro, (a) cópia de suas demonstrações financeiras completas, relativas ao respectivo exercício social, acompanhadas de parecer dos auditores independentes e (b) declaração do Diretor Administrativo-Financeiro da Emissora atestando o cumprimento das obrigações constantes nesta Escritura de Emissão; (...) (b) proceder à adequada publicidade dos dados econômico-financeiros nos termos exigidos pela Lei das Sociedades por Ações e/ou demais regulamentações aplicáveis, promovendo a publicação das suas demonstrações financeiras anuais; (c) manter a sua contabilidade atualizada e efetuar os respectivos registros em conformidade com a Lei 6.404/76 e com as regras emitidas pelo Banco Central do Brasil; (...)”.

<sup>94</sup> Anexo XIV do doc. 0821512.

<sup>95</sup> Anexo III do doc. 0821512.

<sup>96</sup> Doc. 0821571.



## 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)

da página da ITS@ as DFs de 2015 e 2016<sup>97</sup>.

133. Logo, restou demonstrada tal violação aos incisos I e III do art. 17 da ICVM nº 476/2009.

134. Adicionalmente, a Acusação entendeu que a ITS@ infringiu o inciso VI do art. 17 da ICVM nº 476/2009<sup>98</sup>, por ter deixado de divulgar fato relevante acerca (i) da cessão não onerosa dos direitos e sistemas da Emissora, que foi constituída como uma empresa de tecnologia e os seus sistemas formavam seu principal ativo; e (ii) da existência de Ação Cautelar com arresto para a constrição dos bens dos corréus, entre os quais se encontra a Emissora, no montante de R\$ 6.620.410,01.

135. De fato, a esse respeito, a Planner informou que, em consulta independente realizada na JUCESP, teve ciência da aprovação de cessão não onerosa de todos os direitos patrimoniais, títulos e interesses relativos e decorrentes dos programas e sistemas da Emissora, sem a prévia comunicação aos debenturistas, por meio de deliberação tomada em AGE da Emissora realizada em 03.06.2017.

136. O Agente Fiduciário questionou a ITS@ em relação à referida cessão não onerosa, conforme correspondência datada de 03.10.2017<sup>99</sup>, e a Emissora, em resposta, datada de 09.10.2017<sup>100</sup>, confirmou que a propriedade intelectual foi cedida para Fernanda Freitas, então diretora da Gradual, para a realização de uma parceria estratégica com outra empresa.

137. Não há dúvida de que a cessão não onerosa dos direitos e sistemas da Emissora, que foi constituída como uma empresa de tecnologia e cujos sistemas formavam seu principal ativo, constituiu fato relevante, nos termos da ICVM nº 358/2002<sup>101</sup>. Acresça-se que a alínea (n) da Cláusula 7.1 da Escritura de Emissão previu que a cessão, venda, alienação e qualquer forma de transferência de parte relevante dos ativos da ITS@ que inviabilizasse o exercício regular das suas atividades constituiria Evento de Inadimplemento que poderia acarretar o vencimento antecipado das Debêntures, a corroborar que a cessão da referida propriedade intelectual tratava-se, claramente, de um fato relevante, à luz do próprio entendimento da Emissora, refletido na cláusula em questão, porém não divulgado.

---

<sup>97</sup> Doc. 0821575.

<sup>98</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: (...) VI – divulgar a ocorrência de fato relevante, conforme definido pelo art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002; (...)”.

<sup>99</sup> Anexo VI do doc. 0821512.

<sup>100</sup> Anexo XIV do doc. 0821512.

<sup>101</sup> Cf. o art. 2º da Instrução CVM nº 358/02, é considerado relevante qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: a) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; b) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; c) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.





## 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)

138. Ademais, em virtude de ter sido comunicada sobre Ação Cautelar, a Planner, por correspondência datada de 15.03.2017<sup>102</sup> questionou a ITS@ sobre o assunto, citando que já tinha sido deferido um arresto para a constrição dos bens dos corréus (ITS@ e Gradual) no montante de R\$ 6.620.410,01. Também não há dúvida de que a existência de Ação Cautelar com arresto para a constrição dos bens dos corréus, entre os quais se encontra a Emissora, no montante acima mencionado, representava igualmente fato relevante que deveria ter sido divulgado ao mercado.

139. Além disso, tal como na situação anterior, a Escritura previu, na alínea (q) da Cláusula 7.1 que também constituiria Evento de Inadimplemento que poderia acarretar o vencimento antecipado das Debêntures *“uma ou mais decisões ou sentenças, judicial, administrativa ou arbitral, em face da Emissora, irrecorrível, que resulte, em conjunto ou isoladamente, em obrigação de pagamento para a Emissora de valor, individual ou agregado, superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) para as quais a Emissora não tenha feito provisão para pagamento”*, corroborando tratar-se a Ação Cautelar de um fato relevante que deveria ter sido divulgado pela Emissora, o que não ocorreu.

140. Resta, portanto, também comprovada a infração ao inciso VI do art. 17 da ICVM nº 476/2009.

141. Não obstante, reconheço aqui, mais uma vez, a exemplo do que ocorreu em relação à Planner, que o fato de até então todos os debenturistas serem partes na Ação Cautelar denota menor gravidade em concreto e mitiga a reprovabilidade da conduta da Emissora, o que considerarei na dosimetria.

142. A SRE alegou, ainda, que a falta de informações sobre as DFs, sobre fatos relevantes, bem como a falta de informações exigidas na Escritura de Emissão, antes apontadas, também mostraram que a ITS@ não ofereceu as informações corretas e suficientes que eram necessárias para os investidores avaliarem os investimentos e, portanto, caracterizaram o descumprimento do art. 10 da ICVM nº 476/2009<sup>103</sup>. Do mesmo modo, para a SRE, a falta de informação sobre conflito de interesses configurou, em relação à ITS@, o descumprimento do art. 10 da ICVM nº 476/2009.

143. O art. 10 da ICVM nº 476/2009 tem um alcance específico, pois é dirigido à figura do ofertante e, portanto, tem por objeto as informações que devam ser prestadas por este participante, no momento da realização da oferta pública. A regra não se aplica, a meu ver, a falhas cometidas pelos emissores, após o encerramento da oferta, ou seja, a irregularidades que tais emissores possam cometer durante o prazo da emissão, notadamente no que respeita às obrigações assumidas na escritura de emissão e eventuais instrumentos de garantia, as quais são tratadas no art. 17 da mesma Instrução. Note-se, inclusive, que o ofertante pode não coincidir com o emissor, caso se cuide de uma oferta pública de distribuição secundária, a corroborar a distinção de alcance e racional por trás dos citados dispositivos.

<sup>102</sup> Anexo XII do doc. 0821512.

<sup>103</sup> “Art. 10. O ofertante deverá oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores”.



## 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)

144. Partindo desse pressuposto, entendo que a acusação de violação ao art. 10 da ICVM n° 476/2009 é cabível, em tese, apenas no tocante à alegada ausência de divulgação do conflito de interesses, visto que essa é uma informação que, de fato, deve ser prestada aos investidores por ocasião da realização da oferta pública, tanto assim que constitui uma obrigação expressamente prevista na ICVM n° 476/2009 para o intermediário-líder<sup>104</sup>.

145. No caso vertente, não há, com efeito, qualquer evidência de que a ITS@ tenha informado a situação de conflito de interesses. Muito ao contrário, tudo indica que Gradual e ITS@ propositadamente ocultaram essa circunstância dos investidores, prestando informação insuficiente, devendo a Emissora ser responsabilizada pela infração.

146. Essa omissão pode inclusive ter consistido num dos subterfúgios utilizados pelos envolvidos para auxiliar a prática da operação fraudulenta, que será analisada mais detidamente a seguir, dificultando que os debenturistas e o Agente Fiduciário tivessem ciência da vinculação entre a Emissora e a Gradual, que além de intermediária-líder da Oferta, era também administradora dos fundos que vieram a adquirir as Debêntures, que tinham RPPS como cotistas<sup>105</sup>.

147. Contudo, não chegou a ser produzida prova a esse respeito (e a acusação não segue essa linha), razão pela qual não chego a ver na conduta da ITS@ (e da Gradual, analisada anteriormente) um meio adotado para a preparação ou a prática da infração de operação fraudulenta<sup>106</sup>, de modo que remanesce, a meu ver, como infração autônoma, a violação ao art. 10 da ICVM n° 476/2009, cuja prática pela Emissora restou comprovada.

148. Por sua vez, quanto aos demais descumprimentos da Emissora, entendo que não estão abrangidos pelo escopo do referido dispositivo, eis que dizem respeito a infrações ocorridas já durante o prazo de emissão, não sendo atribuíveis à figura do ofertante, como explicado acima.

149. Gabriel Freitas é igualmente responsável pelas infrações cuja prática pela ITS@ ora é reconhecida, por força do disposto no §1º do art. 10<sup>107</sup> e no § 4º do art. 17 da ICVM n° 476/2009<sup>108</sup>, que,

---

<sup>104</sup> “Art. 11. São deveres do intermediário líder da oferta: (...) II – divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores; (...)”.

<sup>105</sup> Quanto ao Agente Fiduciário, seria de se esperar que o exame acurado dos atos constitutivos e atas de eleição dos administradores da Emissora e da Coordenadora possibilitasse a identificação de possíveis conflitos de interesses, mas essa questão não é tratada neste PAS.

<sup>106</sup> Se fosse esse o caso, a solução deveria ser o reconhecimento da ocorrência de consunção, de modo que a infração ao art. 10 da ICVM n° 476/2009 fosse absorvida pela infração de operação fraudulenta. O mesmo deveria ocorrer, nessa hipótese, em relação à acusação de infração ao art. 11, inciso II, da mesma instrução, imputada à Gradual.

<sup>107</sup> “§ 1º Os administradores do ofertante também são responsáveis pelo cumprimento da obrigação prevista no caput”.

<sup>108</sup> “§4º Os controladores e administradores do emissor são responsáveis pelo cumprimento das obrigações previstas neste artigo.”



## 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)

consoante destacado pelo TA, atribuem a responsabilidade pelo cumprimento das obrigações do ofertante e do emissor também aos seus respectivos administradores. A esse respeito, a SRE demonstrou que o acusado, então casado com Fernanda Freitas (diretora da Gradual), era o principal diretor da ITS@<sup>109</sup> (além disso, era seu controlador, conforme informação prestada pela Gradual, na fase pré-sancionadora<sup>110</sup>), participou ativamente da oferta, encaminhou várias informações da Emissora sobre a oferta<sup>111</sup>, bem como assinou a Escritura como representante da ITS@<sup>112</sup>, devendo ser igualmente responsabilizado pelas infrações cometidas pela ITS@.

### *g) Operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários*

150. Por fim, segundo a Acusação, a Oferta consubstanciou operação fraudulenta, com o objetivo obter vantagens ilícitas para a Gradual e indiretamente para os seus administradores, causando lesão aos debenturistas, que eram fundos de investimento originalmente administrados pela própria Gradual.

151. O ponto central tratado na acusação é o desvio, para a Gradual, dos recursos obtidos com a Oferta. A acusação baseia-se, ainda, em informações recebidas do BACEN acerca de indícios de irregularidades na administração de fundos de investimento pela Gradual, que também configuraram, para a SRE, irregularidades na oferta de debêntures da ITS@<sup>113</sup>.

152. Conforme apurado, em 10.03.2016, a Gradual, na qualidade de administradora do Fundo M. II, gerido pela I.I., adquiriu 974 Debêntures, com desembolso de aproximadamente R\$ 10 milhões. Ocorre que, com os recursos captados na Operação, a Emissora, em 11.03.2016, transferiu um montante de R\$ 10 milhões para a conta de Gabriel Freitas. Em seguida, tal montante foi transferido para a conta de Fernanda Freitas e, finalmente, desta para a conta da própria Gradual, a título de “rateio de prejuízos”, e com a finalidade regularizar o desenquadramento da Gradual aos Limites de Basileia impostos pela regulação do BACEN.

153. O TA apontou, ainda, que, em 22.04.2016, a Gradual, na qualidade de administradora do Fundo P., adquiriu as 974 debêntures da ITS@ que estavam na carteira do Fundo M. II. Após, em 24.06.2016, 280 debêntures da carteira do Fundo P. foram adquiridas pelo Fundo O., administrado também pela Gradual e gerido pela O.A. e, em 28.06.2016, 94 debêntures da carteira do Fundo P. foram adquiridas pelo Fundo Gradual, administrado também pela Gradual e gerido pela O.A., restando, assim, 600 debêntures da ITS@ na carteira do Fundo P.

---

<sup>109</sup> Doc. 0821528.

<sup>110</sup> Doc. 0811802.

<sup>111</sup> Anexos XI, XIV e XIV.I do doc. 0821512.

<sup>112</sup> Doc. 0820738.

<sup>113</sup> Ofício nº 8495120 17-BCB/DESUC, de 18.05.2017 (docs. 0811846 e 0811851).



## 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)

154. Além disso, a Acusação destacou que as aquisições de debêntures da ITS@ pelo Fundo M. II e pelo Fundo P. teriam sido feitas sem conhecimento e anuência do gestor, segundo informações dadas pela I.I.<sup>114</sup>, a qual alegou, em reclamação à CVM, de 15.07.2016, complementada em 02.09.2016, que a operação foi feita sem seu conhecimento e anuência.

155. Ao ser confrontada com a cópia da ata de reunião entre representantes da Gradual e da I.I., apresentada pela Coordenadora e datada de 10.03.2016, que autorizou a compra das 974 debêntures pelo Fundo P., a gestora afirmou, com base em laudo grafotécnico, que a assinatura de seu representante foi fraudada. As movimentações referentes aos Fundos M. II e P. foram questionadas pela gestora I.I., não só na instância administrativa, perante a CVM, como também em diversas instâncias judiciais, segundo informado pela própria gestora em suas considerações.

156. Uma nova distribuição de debêntures da ITS@ foi feita em abril de 2016, tendo o Fundo G. IMA-B, administrado também pela Gradual e gerido pela C.A., adquirido 478 debêntures da ITS@ em 20.04.2016, com desembolso de cerca de R\$ 5 milhões. Novamente, com os recursos captados pela distribuição dessas 478 debêntures, a ITS@ transferiu, em 20.04.2016, um montante de R\$ 5 milhões para a conta de Gabriel Freitas. Em seguida, tal montante foi transferido para a conta de Fernanda Freitas e, finalmente, desta para a conta da Gradual, a título de “rateio de prejuízos”. Com este rateio, mais o anterior de R\$ 10 milhões, o desenquadramento da Gradual aos Limites de Basileia foi regularizado.

157. Posteriormente, em 05.08.2016, o Fundo G. IMA-B foi incorporado pelo Fundo O. e esse passou a deter, em sua carteira, as referidas 478 debêntures da ITS@.

158. No início de dezembro de 2016, foram distribuídas mais 409 debêntures da ITS@, o que representou volume financeiro aproximado de R\$ 16 milhões, que foram adquiridas em sua totalidade pelo Fundo O. Finalmente, em 21.12.2016, a ITS@ transferiu um montante de R\$ 5,5 milhões para a conta de Gabriel Freitas. Em seguida, tal montante foi transferido para a conta de Fernanda Freitas e, finalmente, dessa para a conta da Gradual, mais uma vez a título de “rateio de prejuízos” e com a mesma finalidade dos demais repasses.

159. Como dito anteriormente, os acusados envolvidos na acusação de operação fraudulenta não apresentaram considerações sobre o mérito dessa acusação<sup>115</sup>.

160. Não obstante, a Gradual e Fernanda Freitas foram intimadas a se manifestar sobre os fatos na

---

<sup>114</sup> Doc. 0811825.

<sup>115</sup> As defesas de Gradual, Fernanda Freitas e Gabriel Freitas não entraram o mérito da acusação. A ITS@ não apresentou defesa.



## 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)

fase investigativa<sup>116</sup> e alegaram<sup>117</sup> que as transferências bancárias foram realizadas a título de pagamento de opção de compra de cotas da Hautmont, detentora de 93% do capital social da GHF, da qual a Gradual era subsidiária integral. Apresentaram, para comprovar suas alegações, um instrumento particular em que Fernanda Freitas outorgava à ITS@ a opção de compra de até 17% das quotas da Hautmont<sup>118</sup>.

161. Para a SRE, a Opção de Compra teve todas as características de uma operação simulada, por meio de ardil ou artifício, para justificar a transferência dos recursos obtidos através da distribuição de debentures da ITS@ para a Gradual, pelos seguintes motivos:

- (i) Tanto o comprador, como o vendedor e os intervenientes são partes relacionadas e a Opção de Compra foi firmada por pessoas vinculadas, uma vez que Fernanda Freitas assina pela vendedora e pelos intervenientes e Gabriel Freitas assina pelo comprador e intervenientes;
- (ii) O instrumento particular estava datado de 19.02.2016, pouco tempo depois da assinatura da Escritura de Emissão, ocorrida em 26.01.2016;
- (iii) O valor da opção era de R\$ 20.500.000,00, superior a 100% do capital social da GHF, mas, segundo o instrumento contratual, a opção estava também limitada a um máximo de 14,999% de participação indireta no capital da GHF o que indicaria que a opção foi precificada por um valor muito maior do que seria justo<sup>119</sup>;
- (iv) A Cláusula 5.2 da Opção de Compra estabelecia que a parcela da opção não exercida dentro do prazo de vigência seria automaticamente extinta, sem direito a indenização. Posteriormente, em 09.03.2016, foi celebrado um aditivo à Opção de Compra (“Aditivo à Opção”)<sup>120</sup> em que as partes estipularam que, caso a ITS@ (compradora) optasse pelo não exercício da opção de compra de quotas no prazo de até seis anos, a quantia paga pelo direito de opção seria transformada em uma dívida perante a ITS@, com juros de 9% a.a. e correção pelo IPCA e seria elaborado um contrato de mútuo com prazo máximo de vencimento de três anos; e
- (v) A Opção de Compra não justifica a transferência dos recursos obtidos com a Oferta para a conta de Gabriel Freitas, que depois os transferiu para Fernanda Freitas e, por fim, para a conta da Gradual, pois o que deveria ter ocorrido era uma transferência de recursos da ITS@ diretamente para a credora, o que não há evidências de que tenha ocorrido.

162. Na visão da Acusação, o conjunto de ações descritas acima e comprovadas documentalmente, praticadas pela Coordenadora da Oferta, pela Emissora e seus administradores, evidenciaram a operação fraudenta, destacando-se o fato de que não havia qualquer independência de atores chaves na Operação,

<sup>116</sup> Conforme Ofícios nº 850 e 851/2017/CVM/SIN/GIF (docs. 0811743 e 0811748).

<sup>117</sup> Doc. 0811752.

<sup>118</sup> Doc. 0811857.

<sup>119</sup> Segundo o TA, a Hautmont era uma sociedade limitada e, conseqüentemente, não publicava suas DFs. Por sua vez, a GHF informara, em seu último balanço publicado em agosto de 2015 (doc. 0821594) capital social de R\$ 16.172.000,00 e patrimônio líquido de R\$ 7.702.000 em 31.12.2014. O Estatuto Social da GHF, de 21.12.2016 (doc. 0821596) dispunha, em seu art. 5º, que o capital social da companhia era de R\$ 18.704.700,85.

<sup>120</sup> Doc. 0812101.





## 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)

que teria sido orquestrada para beneficiar a Gradual e seus administradores, pelos seguintes motivos:

- (i) A ITS@ era ligada à Gradual e tinha como diretor Gabriel Freitas, casado com Fernanda Freitas, a qual, originalmente, também era diretora da ITS@, chegando a assinar a Escritura de Emissão como sua representante<sup>121</sup>;
- (ii) A GF Systems, que apresentou a garantia para a operação, era a controladora da ITS@;
- (iii) A Gradual, intermediária líder da oferta, era administrada por Fernanda e Gabriel Freitas;
- (iv) A Oferta foi colocada junto a fundos de investimento administrados pela Gradual, inclusive, em alguns casos, sem a ciência de seus gestores<sup>122</sup> e Gabriel Freitas chegou a participar, como representante da Gradual, de reunião sobre a compra de debêntures da ITS@ por fundo administrado pela Gradual<sup>123</sup>;
- (v) Os intervenientes da Opção de Compra, firmada entre Fernanda Freitas e a ITS@, eram a Hautmont, que detinha 93% do capital social da GHF, e a própria GHF, que tinha como subsidiária integral a Gradual<sup>124</sup>; e
- (vi) A Gradual chegou a votar contra o vencimento antecipado das debêntures da ITS@, na assembleia geral de debenturistas realizada em 20.10.2017, na qualidade de administradora do único debenturista presente, o Fundo B.A.<sup>125</sup>

163. A SRE evidenciou, ainda, que os cotistas de ao menos um dos fundos que adquiriam as debêntures eram Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS)<sup>126</sup>, havendo ainda, indícios de que o relatório de *rating* da ITS@ utilizado durante a oferta havia sido fraudado, tendo a nota alterada de B+ para BBB+, conforme informação prestada pela agência de classificação de risco L.R.

164. A Acusação também destacou que os debenturistas não obtiveram vantagem econômica do investimento realizado, tendo em vista que os recursos captados pela ITS@ teriam sido desviados em proveito da Gradual, posteriormente liquidada pelo BACEN<sup>127</sup>, causando grande prejuízo aos investidores dos fundos que detinham debentures da ITS@ em suas carteiras.

165. Concluiu a SRE haver elementos robustos nos Processos de Origem que permitiram concluir que a Oferta, mediante artifícios que tentaram dar uma aparência lícita para a Operação, foi utilizada

---

<sup>121</sup> Observou a SRE que, na data da emissão das debêntures (26.01.2016), a Emissora tinha como sócios a GF Systems e Gabriel Freitas, e como diretores o próprio Gabriel e a acusada Fernanda Freitas, sua esposa. Ambos detinham participações indiretas na Gradual, da qual eram também diretores, sendo que a Gradual atuou como coordenadora líder da distribuição pública das Debêntures, com início em 08.03.2016.

<sup>122</sup> Doc. 0811825.

<sup>123</sup> Docs. 0811840 e 0811844.

<sup>124</sup> Doc. 0811857.

<sup>125</sup> Anexo VII do doc. 0821512.

<sup>126</sup> Conforme pode ser observado na ata da assembleia geral de cotistas realizada em 06.10.2016 (Anexo V do doc. 0820542).

<sup>127</sup> Considerando as graves violações às normas legais e regulamentares que disciplinam a atividade da instituição financeira, o comprometimento da situação econômico-financeira, bem como a existência de prejuízos que sujeitam a risco anormal seus credores, o Banco Central do Brasil, através do Ato do Presidente nº 1.337, decretou a liquidação extrajudicial da Gradual, fixando o termo legal da liquidação extrajudicial em 23.03.2018.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para a intermediária líder, a Gradual, podendo ser enquadrada como fraudulenta, conforme definido na alínea “c” do inciso II da ICVM nº 08/1979<sup>128</sup>, considerada grave pelo inciso III da mesma Instrução. Para a Acusação a Gradual, a ITS@, Gabriel Freitas e Fernanda Freitas foram responsáveis por todas as etapas da Oferta e participaram de todos os ardis e artifícios utilizados para desviar recursos da ITS@ para a Gradual, que, a seu turno, obteve vantagem ilícita de natureza patrimonial, devendo ser responsabilizados.

166. O TA apontou, adicionalmente, que (i) em 12.04.2018, Fernanda Freitas e Gabriel Freitas foram presos pela Polícia Federal no âmbito das investigações referentes à Operação Encilhamento, deflagrada para apurar irregularidades ocorridas na oferta de debêntures da ITS@, conforme divulgado, à época, pela imprensa<sup>129</sup>, e (ii) no início de julho de 2018, o Ministério Público Federal (MPF) ofereceu denúncia contra ambos e também contra dois empregados da Gradual, por seis crimes de gestão fraudulenta ocorridos entre janeiro de 2016 e agosto de 2017, envolvendo a emissão de debentures da ITS@, a qual foi integralmente recebida pelo Juízo da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo<sup>130</sup>.

167. Diante das múltiplas evidências reunidas pela Acusação, concluo que estão presentes os elementos que caracterizam da prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários.

168. Com efeito, a utilização de ardid ou artifício, no caso, está consubstanciada, em primeiro lugar, na própria forma pela qual a Oferta foi apresentada aos potenciais investidores, ou seja, como se se tratasse de um investimento promissor numa empresa de tecnologia do setor financeiro<sup>131</sup> em expansão, mas que, na realidade, tinha como objetivo não declarado angariar recursos para solucionar o problema do desenquadramento da Gradual aos Limites de Basileia, como atestado pelo BACEN, o que se dava imediatamente após o recebimento dos recursos dos investidores, mediante transferência de recursos à Coordenadora, passando inclusive por contas pessoais de Fernanda Freitas e de Gabriel Freitas, até ingressarem no caixa da Gradual<sup>132</sup>.

169. A propósito, vale repisar que a Escritura assim dispunha acerca da destinação dos recursos:

*“3.5.1. Os recursos líquidos obtidos pela Emissora por meio da integralização das Debêntures serão destinados:*

<sup>128</sup> II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardid 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.

<sup>129</sup> Doc. 0812113.

<sup>130</sup> Doc. 0812119.

<sup>131</sup> O estatuto da ITS@ assim descrevia o seu objeto: “Art. 3º - A sociedade tem por objeto o desenvolvimento e comercialização de programas, sistemas e softwares para as atividades auxiliares dos serviços financeiros e soluções para trading em alta frequência e a participação, como sócio ou acionista, em outras sociedades”.

<sup>132</sup> As transferências de recursos apontadas no TA estão comprovadas por meio dos respectivos comprovantes bancários (doc. 0811851, pp. 122-145).



## 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)

(a) No montante de R\$40.000,00 (quarenta mil reais) ao pagamento da remuneração devida ao Coordenador Líder da Oferta Restrita; e

(b) No montante de R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil) para o pagamento, pela Emissora, de outros custos e despesas incorridos pela mesma, inclusive da prestação de serviços por ela contratados relacionados à Emissão.

(c) Os montantes que excederem aos referidos itens (a) e (b) acima, limitados ao Valor Mínimo, serão utilizados para:

i. Realização de aportes de capital para a **compra de participações societárias e/ou portfólio de produtos de empresas que possam gerar sinergias de receita ampliando a gama de produtos ofertados de forma que a Emissora possa aumentar sua participação de mercado e auferir sinergias operacionais.**

ii. Reforço de caixa ou capital de giro de sociedades controladas e coligadas da Emissora, ficando a forma a critério da Emissora.”

170. Ocorre que os recursos recebidos pela ITS@, nas distribuições de 10.03.2016, 21.04.2016 e 12.2016, foram parar no caixa da Gradual, o que demonstra que essa era a verdadeira intenção dos envolvidos, ao estruturarem a operação<sup>133</sup>.

171. A alegação de que as transferências se deram por força da Opção de Compra não convence. São robustos e convergentes os indícios trazidos pela SRE, antes referidos, de que a Opção de Compra foi um negócio simulado. Alguns indícios adicionais que, a meu ver, que corroboram os trazidos no TA, podem ser aqui destacados, a saber: (i) o fato de as assinaturas dos signatários do referido instrumento terem sido reconhecidas em cartório apenas em 06.04.2017, ou seja, mais de um ano após a data em que alegadamente o contrato teria sido celebrado e quando já se encontravam em andamento as investigações acerca da Operação e da atuação da Gradual como administradora de fundos de investimento, já tendo os envolvidos sido instados a se manifestar pelas áreas técnicas da CVM; e (ii) o fato de o endereço da sede da ITS@ informado na Opção de Compra, datada de 19.02.2016, corresponder ao endereço que passou a ser da sede da companhia apenas por ocasião da AGE de 10.03.2016, quando foi aprovada a referida mudança. Note-se que tanto na Escritura de Emissão, datada de 26.01.2016, quanto no seu primeiro aditamento, datado de 09.03.2016 (portanto, após a data da Opção de Compra) constou corretamente o endereço anterior à mudança aprovada na AGE de 10.03.2016.

172. Dessa destinação dada pelos envolvidos aos recursos captados com a Operação decorre, ainda, a finalidade de se obter vantagem indevida para a Gradual e, indiretamente, seus diretores (e, indiretamente, sócios), igualmente pressuposto para a configuração da operação fraudulenta.

<sup>133</sup> Conforme atas fornecidas pelo BACEN, referentes às reuniões da diretoria da Gradual e suas controladoras, nos dias 11.03.2016 (rateio de R\$ 10.000.000,00), 20.04.2016 (rateio de R\$ 5.000.000,00) e 19.12.2016 (rateio de R\$ 5.500.000,00). Naquelas ocasiões foram aprovados aportes na Gradual, a título de rateios de prejuízos, em montantes que correspondiam aos aportados na ITS@ pelos debenturistas (pp. 105-121).



## 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)

173. A indução ou manutenção de terceiros em erro também restou demonstrada, pois os participantes e assistidos dos RPPS, cotistas dos fundos que adquiriram as Debêntures, foram ludibriados, acreditando que negócios legítimos foram realizados.

174. Ainda com relação aos terceiros mantidos em erro, é importante destacar que o administrador dos fundos que adquiriram as Debêntures participou da fraude, como visto anteriormente, mas esse fato não impede a configuração do tipo. O tipo administrativo de realização de operação fraudulenta não exige qualquer característica especial daqueles que o agente do delito busca manter ou induzir em erro.

175. Em outras palavras, o significado de “terceiros em erro” tem alcance intencionalmente amplo e não se confunde com o de “partes na operação”, mencionado na parte final da alínea “c” do item II da Instrução CVM nº 08/1979, nem a ele se limita. Não se exige identidade entre a pessoa mantida em erro e aquela que sofre o prejuízo. Assim ainda que tenha havido conluio entre a Emissora e a Gradual, é inegável que os participantes e assistidos dos RPPS cotistas dos fundos que adquiriram as Debêntures foram mantidos em erro quanto às operações que lhes causaram vultosos prejuízos.

176. A interpretação de que eventual participação do responsável pelas decisões de investimento de um fundo de pensão em trama fraudulenta afastaria a incidência da ICVM nº 08/1979 vai de encontro à finalidade declarada da norma, qual seja, a de vedar “situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários”, além de afrontar os objetivos elencados no art. 4º da Lei nº 6.385/1976, os quais a CVM tem a missão de perseguir. Como tem entendido o Colegiado, a participação de funcionários ou administradores de fundos de investimento lesados não afasta a proibição de realização de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários<sup>134</sup>.

177. Há evidências também de que C.A., gestora de um dos fundos que adquiriram as Debêntures, teria recebido um relatório de *rating* da emissão adulterado, indicando para a emissão um risco BBB+, o que, embora não tenha sido cabalmente comprovado, pelas informações e elementos trazidos, também constitui indício da intenção de manter terceiros em erro<sup>135</sup>.

<sup>134</sup> A propósito, remeto ao voto proferido pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, no PAS CVM nº RJ 2015-2027, j. em 02.04.2019, em que o tema é analisado, inclusive com menção a outros precedentes do Colegiado.

<sup>135</sup> Vide docs. 0812109 e 0820573. Na fase investigativa, a Planner foi instada a se manifestar sobre as suspeitas levantadas pela I.I. quanto a irregularidades na classificação de risco da Operação e encaminhou à CVM cópia de uma notificação (doc. 0820552) recebida da L.R., responsável pelo *rating* da emissão, em que esta informa que teve conhecimento da utilização de um relatório falsificado de *rating* com nota diferente da atribuída. No relatório falsificado a nota foi alterada de B+ para BBB+. Ao ser intimada pela SRE a se pronunciar sobre o ocorrido, a L.R., por sua vez, informou que, em 18.04.2016, foi contatada pela C.A. para confirmar se tinham emitido um *rating* para a proposta de emissão das Debêntures e se o *rating* seria BBB+, tendo-lhe respondido que tinha emitido um *rating* preliminar para a referida proposta de emissão, mas que o *rating* não era BBB+. A L.R. solicitou à C.A. que encaminhasse o relatório que estaria em sua posse e ao recebê-lo, constatou que se tratava de uma falsificação, tendo enviado o relatório falsificado à CVM. A L.R. comprovou que o relatório preliminar



## 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)

178. Restou, assim, a meu ver, comprovada a materialidade da infração de operação fraudulenta no mercado de capitais e sua autoria, por parte da Emissora, da Gradual, de Fernanda Freitas e de Gabriel Freitas, em infração ao item I c/c o item II, letra “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.

179. Observo, por oportuno, que a SRE apontou, ainda, indícios de que de fundos administrados pela Gradual foram utilizados para fins de aquisição das Debêntures à revelia de um dos gestores, a I.I.<sup>136</sup>. A propósito, a I.I. fez referência a um laudo grafotécnico que teria atestado a falsidade da assinatura de seu representante, na ata de reunião realizada com a Gradual, em 10.03.2016, em que a referida gestora supostamente teria solicitado à Gradual que procedesse à aquisição das Debêntures para o Fundo P. Por sua vez, ao responder a ofício recebido da CVM, na fase pré-sancionadora, a Gradual alegou que um laudo grafotécnico datado de 19.09.2016 teria comprovado que a assinatura do referido representante da I.I. era autêntica<sup>137</sup>. No entanto, nenhum dos laudos em questão foi juntado aos autos do presente PAS, de modo que tenho por inconclusiva a apuração da alegada irregularidade.

180. Por fim, quanto ao fato, também citado na acusação, de que a garantia da emissão das Debêntures fora outorgada pela GF Systems<sup>138</sup>, empresa que tinha um capital social de apenas R\$ 10.000,00<sup>139</sup>, ainda que possa lançar dúvida sobre a utilidade da referida garantia para segurança do créditos dos debenturistas, pelos motivos já expostos neste voto, não o vejo como indicativo de fraude, uma vez que (i) as Debêntures eram da espécie quirografária, sendo a constituição da garantia real uma condição adicional; e (ii) não se tratava de garantia pessoal, mas de alienação fiduciária de ações da própria Emissora, de modo que o capital social da GF System não era elemento crucial para a análise.

181. De todo modo, essas ressalvas em nada prejudicam a conclusão de que os acusados cometeram a infração que lhes foi imputada pela SRE, devendo ser responsabilizados.

## V. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

182. Em resumo, concluo que restaram comprovadas as seguintes infrações apontadas no TA:

- (i) Infração à alínea “g” do inciso XVII do art. 12 da ICVM nº 28/1983 e ao inciso VII do art. 1º do Anexo 15 da ICVM nº 583/2016, no que toca às informações acerca da destinação dos recursos na elaboração do Relatório Anual de 2016, sendo responsável a Planner;

---

referente às Debêntures se encontra divulgado em sua página na Internet e explicou que não emitiu classificação de risco definitiva para a referida proposta de emissão de debêntures da ITS@ e que o *rating* preliminar perdeu a validade automaticamente em 14.02.2016.

<sup>136</sup> A Gradual chegou a alegar, na fase investigativa, que a aquisição das Debêntures pelo Fundo M. II teria decorrido de erro operacional, corrigido com a transferência dos valores mobiliários para a carteira do Fundo P., mas a I.I. nega que tenha autorizado a Gradual a adquirir as Debêntures em nome do Fundo P.

<sup>137</sup> Doc. 0875211.

<sup>138</sup> Doc. 0820553.

<sup>139</sup> Doc. 0811839.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- (ii) Infração ao inciso I do art. 11 da ICVM nº 583/2016, quanto à falta de transparência acerca da Ação Cautelar nos Relatórios Anuais de 2016 e 2017, sendo responsável a Planner;
- (iii) Infração ao inciso II do art. 11 da ICVM nº 476/2009, pela não divulgação de situação de conflito de interesses, sendo responsáveis a Gradual e Fernanda Freitas;
- (iv) Infração ao inciso I do art. 11 da ICVM nº 476/2009, pela falta de cuidado e de diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante fossem verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, sendo responsáveis a Gradual e Fernanda Freitas;
- (v) Infração aos incisos I e III do art. 17 da ICVM nº 476/2009, pela não elaboração das DFs de encerramento dos exercícios de 2016 e 2017, em conformidade com a LSA e com as regras da CVM, bem como sua não divulgação, acompanhadas de notas explicativas e do relatório dos auditores independentes, sendo responsáveis a ITS@ e Gabriel Freitas;
- (vi) Infração ao inciso VI do art. 17 da ICVM nº 476/2009, pela não divulgação de fato relevante acerca (a) da cessão não onerosa dos direitos e sistemas da Emissora; e (b) da existência de Ação Cautelar, sendo responsáveis a ITS@ e Gabriel Freitas;
- (vii) Infração ao art. 10 da ICVM nº 476/2009, pela não divulgação de situação de conflito de interesses, sendo responsáveis a ITS@ e Gabriel Freitas; e
- (viii) Infração ao item I c/c o item II, letra “c”, da ICVM nº 8/1979, sendo responsáveis Gradual, Fernanda Freitas, ITS@ e Gabriel Freitas.

183. Por sua vez, não restaram configuradas as demais infrações imputadas à Planner.

184. Passo, assim, à dosimetria das penas. As infrações foram praticadas antes da edição da Lei nº 13.506, de 13.11.2017, razão pela qual as penalidades a serem aplicadas seguirão o disposto na legislação vigente à época dos fatos.

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

186. As infrações ora reconhecidas são consideradas graves, conforme (i) o art. 19 da ICVM nº 28/1983<sup>140</sup>; (ii) o art. 21 da ICVM nº 583/2016<sup>141</sup>; (iii) os incisos II e III do art. 18 da ICVM nº 476/2009<sup>142</sup>; e (iv) o inciso III da ICVM nº 8/1979<sup>143</sup>, em suas redações vigentes à época dos respectivos

<sup>140</sup> “Art. 19. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385, de 1976, o descumprimento do disposto nos arts. 7º; 8º; 10; 12, incisos I a XVIII e XXI a XXV; e 13 desta Instrução.”

<sup>141</sup> “Art. 21. É considerada infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a inobservância dos deveres estabelecidos no art. 11, incisos I, II, III, V, VI, X, XII e XXI, e no art. 12 desta Instrução.”

<sup>142</sup> “Art. 18. Constitui infração grave: (...) II – o descumprimento dos arts. 9º-A, 10, 12 e 17, bem como do parágrafo único do art. 14 desta Instrução; III – a violação das obrigações previstas nos incisos I, II, III, IV, V e VIII do artigo 11 desta Instrução; (...)”

<sup>143</sup> “III - Considera-se falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. II, Incisos I à VI da LEI Nº 6.385/76,



## 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)

fatos. De especial gravidade a prática de operação fraudulenta, a merecer maior reprimenda.

187. Por outro lado, considero, no caso concreto, em benefício dos acusados a seguir referidos: (i) os bons antecedentes da Planner e da ITS@<sup>144</sup>; e (ii) a situação de falência da Gradual; (iii) o fato de a Planner ter explicitado adequadamente, no Relatório Anual de 2017, que não recebeu da Emissora qualquer informação sobre a destinação dos recursos captados por meio da Oferta; e (iv) o fato de que todos os debenturistas eram partes na Ação Cautelar, na época em que a Planner descumpriu o inciso I do art. 11 da ICVM nº 583/2016, pela falta de transparência sobre a demanda judicial, no Relatório Anual, e em que a ITS@ e Gabriel Freitas infringiram o inciso VI do art. 17 da ICVM nº 476/2009, em razão da não divulgação de fato relevante acerca da Ação Cautelar.

188. Assim, pelo exposto, com fundamento no art. 11, I, II e IV, da Lei nº 6.385/1976, voto:

A) Preliminarmente, pela rejeição da preliminar de inépcia do TA suscitada pela Planner;

B) No mérito, pela **condenação** de:

- (i) **ITS@ - Integrated Tecnology Systems – Tecnologia para Instituições Financeiras S.A.**, às penalidades de:
  - a) multa pecuniária no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), por infração ao art. 10 da Instrução CVM nº 476/2009;
  - b) multa pecuniária no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), por infração aos incisos I e III do art. 17 da Instrução CVM nº 476/2009;
  - c) multa pecuniária no valor de R\$ 310.000,00 (trezentos e dez mil reais), por infração ao inciso VI do art. 17 da Instrução CVM nº 476/2009; e
  - d) multa pecuniária no valor de R\$ 375.000,00 (trezentos e setenta e cinco mil reais), por infração ao item I c/c o item II, letra “c”, da Instrução CVM nº 8/1979;
- (ii) **Massa Falida de Gradual Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.**, às penalidades de:
  - a) multa pecuniária no valor de R\$ 170.000,00 (cento e setenta mil reais), por infração ao inciso I do art. 11 da Instrução CVM nº 476/2009;
  - b) multa pecuniária no valor de R\$ 170.000,00 (cento e setenta mil reais), por infração ao inciso II do art. 11 da Instrução CVM nº 476/2009; e
  - c) multa pecuniária no valor de R\$ 425.000,00 (quatrocentos e vinte e cinco mil reais) por infração ao item I c/c o item II, letra “c”, da Instrução CVM nº 8/1979;

---

o descumprimento das disposições constantes desta Instrução”.

<sup>144</sup> Os demais acusados já sofreram condenações administrativas no âmbito do PAS CVM nº SP2018/00412, j. em 12.04.2022 (Gradual, Gabriel Freitas e Fernanda Freitas); do PAS CVM nº RJ2019/1036, j. em 02.09.2021 (Gradual e Fernanda); do PAS CVM nº 12/2010, j. em 07.10.2014 (Gradual).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- (iii) **Planner Trustee DTVM Ltda.**, às penalidades de:
- multa pecuniária no valor de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais), por infração à alínea “g” do inciso XVII do art. 12 da Instrução CVM nº 28/1983 e ao inciso VII do art. 1º do Anexo 15 da Instrução CVM nº 583/2016; e
  - advertência pela infração ao inciso I do art. 11 da Instrução CVM nº 583/2016;
- (iv) **Gabriel Paulo Gouvea de Freitas Junior**, às penalidades de:
- multa pecuniária no valor de R\$ 125.000,00 (cento e vinte e cinco mil reais), por infração ao art. 10 da Instrução CVM nº 476/2009;
  - multa pecuniária no valor de R\$ 125.000,00 (cento e vinte e cinco mil reais), por infração aos incisos I e III do art. 17 da Instrução CVM nº 476/2009;
  - multa pecuniária no valor de R\$ 370.000,00 (trezentos e setenta mil reais), por infração ao inciso VI do art. 17 da Instrução CVM nº 476/2009; e
  - inabilitação temporária, por 5 (cinco) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM, por infração ao item I c/c o item II, letra “c”, da Instrução CVM nº 8/1979;
- (v) **Fernanda Ferraz Braga de Lima Freitas**, às penalidades de:
- multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), por infração ao inciso I do art. 11 da Instrução CVM nº 476/2009;
  - multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), por infração ao inciso II do art. 11 da Instrução CVM nº 476/2009; e
  - inabilitação temporária, por 5 (cinco) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM, por infração ao item I c/c o item II, letra “c”, da Instrução CVM nº 8/1979; e

C) pela **absolvição** da **Planner Trustee D.T.V.M. Ltda.** em relação às demais acusações que lhe foram formuladas.

É como voto.

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2022.

Flávia Sant’Anna Perlingeiro  
Diretora Relatora