



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.010958/2018-75

Reg. Col. 1572/19

- Acusados:** Ano Bom Incorporação e Empreendimentos S.A.; KL Partners Ltda.; 55 Empreendimentos, Serviços e Participações Ltda.; Alexandre Klabin; Ricardo de Oliveira Barbosa; Alexandro Luis Pin; Trustee Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. - Em Liquidação Extrajudicial; Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda.; Maria Christina Tavares Maciel; Orla Empreendimentos Ltda.; Lúcia Cristina Rodrigues Pinto; Fornax Consultoria Empresarial S.A.; Fábio Antonio Garcez Barbosa; Planner Corretora de Valores S.A.; Artur Martins de Figueiredo; Massa Falida da Gradual Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.; Fernanda Ferraz Braga de Lima de Freitas
- Assunto:** Apurar infrações ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 08/1979, pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários; ao art. 10, inciso II, da Instrução CVM nº 521/2012, por irregularidades na elaboração de classificação de risco de crédito; ao art. 11, inciso I, da Instrução CVM nº 476/2009, pela inobservância dos deveres de diligência do intermediário líder; e ao art. 90, inciso X, da Instrução CVM nº 555/2014, por falhas na fiscalização dos serviços prestados pelos gestores de fundos de investimento.
- Relatora:** Diretora Marina Copola

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador – PAS instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE e pela Superintendência de Relações com Investidores – SIN (“Acusação”) para apurar supostas irregularidades



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

relacionadas à 1ª emissão de debêntures da Ano Bom Incorporação e Empreendimentos S.A. (“Ano Bom” ou “Emissora”), distribuída publicamente com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM nº 476/2009 (“Oferta”)¹.

2. O PAS teve origem no Processo CVM nº 19957.002498/2018-10, instaurado para investigar irregularidades na Oferta. A emissão teve início em 15/12/2016 e foi encerrada em 30/03/2017, compreendendo 3.600 debêntures, com valor nominal unitário de R\$10 mil e valor total inicialmente previsto de R\$36 milhões. Nos termos da respectiva escritura de emissão (“Escritura de Emissão”), as debêntures eram simples, não conversíveis em ações, inicialmente da espécie quirografária, a ser convolada em espécie com garantia real, tinham vencimento previsto para 15/12/2023 e remuneração de 8,5% ao ano acrescida de IPCA, com período inicial de carência de 24 meses e pagamentos mensais posteriores².

3. A Oferta foi realizada nos termos da Instrução CVM nº 476/2009 e, por ser automaticamente dispensada de registro, não se submeteu à análise prévia da CVM. A Acusação atribuiu particular importância a essa circunstância, por entender que, nesse regime, assumiam maior relevância os deveres atribuídos ao ofertante e aos prestadores de serviços encarregados da estruturação, distribuição, fiscalização e avaliação da operação.

4. A totalidade das debêntures colocadas foi adquirida no mercado primário por dois fundos de investimento geridos pela FMD Gestão de Recursos S.A., posteriormente denominada Fornax Consultoria Empresarial S.A. (“Fornax”): o Illuminati Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (“Illuminati”), que, em 27/01/2017, subscreveu 2.000 debêntures por R\$20 milhões correspondentes a 55,55% dos títulos colocados; e o FIM Sculptor CP (“Sculptor”) que, em 30/03/2017, adquiriu as 1.600 debêntures remanescentes por R\$16.335.959,86. Os dois fundos investiram, portanto, R\$36.335.959,86 na emissão³.

5. Segundo a Acusação, os cotistas dos fundos adquirentes eram, direta ou indiretamente, Regimes Próprios de Previdência Social – RPPS⁴. À época das aquisições, a Planner Corretora de Valores S.A. (“Planner Corretora”) administrava o Illuminati, ao passo que a Gradual

¹ Doc. nº 0678287.

² Doc. nº 0495955, pp. 30-117.

³ Doc. nº 0678287, §162 e doc. nº 0551628, pp. 2 e 10.

⁴ Doc. nº 0676963.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A., atualmente representada por sua massa falida e à época referida como Gradual CCTVM S.A. (“Gradual”) administrava o Sculptor. Posteriormente, em razão da intervenção na Gradual⁵, a Planner Corretora assumiu também a administração do Sculptor.

6. Além da Emissora e dos fundos adquirentes das debêntures, participavam da Oferta a Trustee Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. – Em Liquidação Extrajudicial, anteriormente denominada Planner Trustee DTVM Ltda. (“Planner Trustee”), como agente fiduciário, responsável pela representação dos debenturistas; a Orla Empreendimentos Ltda., anteriormente denominada Orla DTVM S.A. (“Orla”), como intermediária líder da distribuição; e a Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda. (“Argus”), como agência responsável pela classificação de risco de crédito da emissão.

7. À época da emissão, a Ano Bom tinha como acionistas a 55 Empreendimentos, Serviços e Participações Ltda., à época 55 Empreendimentos, Serviços e Participações EIRELI (“55 Empreendimentos”) e a Jurubaiba Participações S.A., posteriormente denominada KL Partners Ltda. (“KL Partners”). A 55 Empreendimentos tinha Ricardo de Oliveira Barbosa (“Ricardo Barbosa”) como único sócio, enquanto a KL Partners tinha como sócios Alexandre Klabin e Kings Bay Holdings LLC, esta representada por Ricardo Barbosa. Em 18/11/2016, Ricardo Barbosa e Alexandro Luiz Pin (“Alexandro Pin”) foram eleitos diretores da Ano Bom.

8. Com base nos fatos apurados, a Acusação imputou à Ano Bom, na qualidade de emissora; à KL Partners e à 55 Empreendimentos, suas acionistas; a Alexandre Klabin e Ricardo Barbosa, vinculados às acionistas e à administração da Emissora; a Alexandro Pin, diretor da Ano Bom; à Planner Trustee, agente fiduciário; e à Fornax e a Fábio Antonio Garcez Barbosa (“Fábio Barbosa”), respectivamente gestora dos fundos adquirentes e seu diretor responsável, a prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.

⁵ A liquidação extrajudicial da Gradual foi decretada pelo Banco Central do Brasil em 22/05/2018 (cf. Comunicado BCB nº 32.072 de 22/5/2018).



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

www.cvm.gov.br

9. Foram formuladas, ainda, imputações em face da Argus e de Maria Christina Tavares Maciel (“Maria Christina Maciel”), respectivamente agência de classificação de risco e sua sócia e diretora responsável, por infração ao art. 10, inciso II, da Instrução CVM nº 521/2012; da Orla e de Lúcia Cristina Rodrigues Pinto (“Lúcia Rodrigues”), respectivamente intermediária líder e sua diretora, por infração ao art. 11, inciso I, da Instrução CVM nº 476/2009; e da Planner Corretora e de Artur Martins de Figueiredo (“Artur Figueiredo”), bem como da Gradual e de Fernanda Ferraz Braga de Lima de Freitas (“Fernanda Lima”), respectivamente administradoras dos fundos e seus diretores responsáveis, por infração ao art. 90, inciso X, da Instrução CVM nº 555/2014.

10. Antes de tratar mais detidamente dessas imputações, descrevo, a seguir, os fatos objeto deste PAS.

II. FATOS

Ano Bom, Projeto Barra Mansa e a estrutura da Oferta

11. A Ano Bom é sociedade anônima de capital fechado cujas operações se iniciaram em 15/07/2015, ainda sob a denominação Zahi Empreendimentos Imobiliários e Participações S.A. Em 19/08/2015, passou a adotar sua denominação atual. Seu objeto social compreendia, entre outras atividades, a compra, venda e locação de imóveis, a realização de empreendimentos imobiliários, incorporações e loteamentos, a administração e comercialização de imóveis próprios e a participação em outras sociedades ou empreendimentos⁶.

12. A composição societária da companhia sofreu alterações pouco antes da emissão. Em agosto de 2015, seus acionistas eram Mape Incorporação e Empreendimentos Ltda. (“Mape”) e Cimento Tupi S.A. (“Cimento Tupi”). Em 18/11/2016, passaram a constar como sócias as sociedades 55 Empreendimentos e KL Partners⁷. Ricardo Barbosa era o único sócio da 55 Empreendimentos, enquanto a KL Partners tinha como sócios Alexandre Klabin e Kings Bay

⁶ Docs. nº 0495884 e 0496268.

⁷ À época denominada Jurubaiba Participações S.A. (doc. nº 0495891).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Holdings LLC (“Kings Bay”), sociedade estrangeira representada no Brasil por Ricardo Barbosa.

13. Na mesma assembleia de 18/11/2016, Ricardo Barbosa e Alexandro Pin foram eleitos diretores da Ano Bom⁸. Ambos exerciam, assim, funções de administração da Emissora quando da estruturação e da subscrição das debêntures, tendo permanecido nos cargos até 20/09/2017⁹.

14. A Acusação também registrou que Alexandre Klabin havia iniciado tratativas relacionadas ao empreendimento enquanto mantinha vínculos com a Genus Capital Group Gestão de Recursos S.A. (“Genus Capital”), sociedade na qual exercera, em 2014, a função de Diretor Responsável pela Prevenção de Perdas e Implementação do Plano de Contingências¹⁰. Não foram identificados, contudo, elementos que indicassem participação da Genus Capital nas irregularidades investigadas. O vínculo assumiu relevância sobretudo porque dois dos estudos posteriormente utilizados na análise econômica do Projeto Barra Mansa foram encomendados pela Genus Capital.

15. As demonstrações financeiras indicariam que, antes da Oferta, a Ano Bom possuía capital social de R\$1.200,00 e não detinha ativos¹¹. A Acusação conferiu especial importância a essa estrutura patrimonial, contrapondo o reduzido investimento próprio da companhia aos aproximadamente R\$36 milhões que seriam captados junto aos debenturistas para financiar o empreendimento. Na leitura da área técnica, tratava-se de estrutura em que praticamente todo o risco econômico do projeto seria suportado por capital de terceiros, sem aporte relevante dos controladores ou garantia prestada por sociedade economicamente consolidada.

16. O projeto financiado pela emissão tinha origem em empreendimento de loteamento anteriormente conduzido pela Mape, denominado Jardim Planalto Paraíso, que abrangia a área posteriormente adquirida pela Ano Bom e área limítrofe. O projeto relativo ao terreno de Barra Mansa previa 635 lotes e havia sido aprovado pela Secretaria Municipal de Planejamento Urbano em 18/04/2016, pela Superintendência de Obras e Serviço Público em 29/04/2016 e

⁸ Doc. nº 0495891.

⁹ Doc. nº 0496268, p. 9.

¹⁰ Doc. nº 0577055.

¹¹ Doc. nº 0496284 e 0551625.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

pelo Serviço Autônomo de Água e Esgoto de Barra Mansa em 05/05/2016. Permanecia pendente, contudo, a licença do Instituto Estadual do Ambiente – INEA necessária ao início das obras¹².

17. A expectativa inicial de Valor Geral de Vendas – VGV do Projeto Barra Mansa era de aproximadamente R\$78,6 milhões¹³. As receitas decorrentes da comercialização dos lotes, cujos pagamentos seriam parcelados ao longo de dez anos, constituíam a principal fonte projetada de recursos para o pagamento da dívida assumida com os debenturistas.

18. A Escritura de Emissão estabelecia que os recursos captados seriam destinados à:

“i) à aquisição do imóvel matriculado sob o número 4.609 do Serviço Notarial e Registral do 3º Ofício da Comarca de Barra Mansa/RJ; ii) ao desenvolvimento do empreendimento imobiliário denominado “Projeto Barra Mansa”, o qual será construído no imóvel matriculado sob o nº 4.609; e iii) ao pagamento de custos e despesas relacionadas à Emissão, incluindo mas não se limitando à contratação de prestadores de serviços de estruturação, escritório de advocacia, coordenador líder e agente fiduciário, pagamento de despesas cartorárias referentes à constituição das Garantias, bem como outras despesas que sejam necessárias”¹⁴

19. A estrutura da emissão contemplava três garantias principais. A primeira consistia na alienação fiduciária do imóvel situado em Barra Mansa/RJ em que seria desenvolvido o empreendimento (“Imóvel I”). A segunda consistia na alienação fiduciária de imóvel situado em Nova Iguaçu/RJ (“Imóvel II”), a ser constituída pela Arco Metropolitano Logística S.A. (“Arco Metropolitano”), interveniente garantidora, cumulativamente à primeira garantia, caso o volume de debêntures subscritas e integralizadas superasse R\$20 milhões. A terceira correspondia à cessão fiduciária da totalidade dos direitos creditórios presentes e futuros decorrentes dos instrumentos de compra e venda relacionados ao Projeto Barra Mansa.

¹² Doc. nº 0558603, “DOC-07_(Oficio_CVM_249-2018)_-Aprovação_Original_-Dez-2016”.

¹³ Doc. nº 0678287, §214 e doc. nº 0662530, p. 20.

¹⁴ Doc. nº 0495955, p. 108.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Destinação dos recursos captados

20. No curso da investigação, a SRE analisou o Livro Razão da Ano Bom referente ao exercício de 2017, com o objetivo de verificar a destinação dos recursos provenientes da emissão. Entre as movimentações consideradas mais relevantes em comparação com o montante captado, foram destacadas transferências à KL Partners, pagamentos a sociedades relacionadas a Alexandro Pin e desembolsos à C-CON Construtora Ltda. (“C-CON”), contratada para a execução das obras.

21. O **primeiro grupo** dizia respeito a transferências realizadas de forma fragmentada ao longo de 2017 em favor da KL Partners, acionista da Ano Bom, que totalizaram R\$15.555.371,00¹⁵. As transferências foram posteriormente formalizadas em contrato de mútuo celebrado em 30/12/2017, pelo qual a KL Partners deveria restituir os recursos em até dois anos, acrescidos de juros de 2% ao ano¹⁶.

22. A área técnica considerou o mútuo especialmente desfavorável à Emissora, pois transferia parcela expressiva dos recursos destinados ao empreendimento a sociedade integrante de sua própria estrutura de controle, pelo prazo de até dois anos e mediante remuneração de 2% ao ano, substancialmente inferior tanto à devida aos debenturistas, de 8,5% ao ano acrescida de IPCA, quanto às taxas praticadas no mercado em 2017, ano em que a Selic, embora em trajetória de queda, permaneceu acima da taxa pactuada. Para a Acusação, a operação submetia, ainda, os recursos ao risco de crédito de sociedade ligada aos controladores, favorecendo a KL Partners em detrimento da Ano Bom, contexto em que fez referência ao art. 117, §1º, alínea “F”, da Lei nº 6.404/1976.

23. A investigação também procurou identificar eventual autorização societária ou dos debenturistas para essas transferências. Embora tenha solicitado à Ano Bom as atas das reuniões de conselho de administração e de diretoria, não recebeu documentos que demonstrassem a aprovação da operação. O mútuo tampouco constava da Escritura de Emissão ou havia sido previamente aprovado em Assembleia Geral de Debenturistas – AGD.

¹⁵ Docs. nº 0563136 e 0551628.

¹⁶ Doc. nº 0563136, “1.2 Contrato de mútuo Ano BOM para KL valor total anual 2017 30-12-18”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

24. O valor aparecia, por outro lado, nas demonstrações financeiras da Ano Bom relativas a 2017, no ativo não circulante¹⁷, e havia sido expressamente referenciado no relatório dos auditores independentes¹⁸. Ainda assim, o relatório anual inicialmente elaborado pela Planner Trustee para aquele exercício não fez qualquer referência à operação.

25. Somente em 29/06/2018, **depois de iniciadas as diligências da CVM**, foi apresentada AGD em que se deliberou pelo retorno dos valores transferidos à KL Partners em até 12 meses, com restituição de 60% do montante nos três primeiros meses¹⁹. A ata não teria sido levada a registro na Junta Comercial. Para a Acusação, causava estranheza que os debenturistas deliberassem sobre a restituição de recursos cuja transferência não havia sido por eles previamente autorizada.

26. Outro grupo de movimentações envolvia sociedades das quais, segundo a Acusação, Alexandro Pin, então diretor da Ano Bom, era sócio. O Livro Razão registrava pagamento de R\$639.319,00 à Absolute Value Advisers S.A. (“Absolute”), em 30/10/2017, referente a serviços de viabilidade e pesquisa mercadológica relacionados a empreendimento em Nova Iguaçu. Também foram identificados três pagamentos à Ideas Real Estate Empreendimentos Imobiliários S.A. (“Ideas Real”): R\$266.382,53 em 15/02/2017, por serviços de prospecção e análise de projetos imobiliários; R\$153 mil em 06/03/2017, por análise de demanda na área do loteamento de Barra Mansa; e R\$97.700,00 na mesma data, por estudo de topografia e georreferenciamento²⁰.

27. Foram identificados, ainda, pagamentos à Pin Sociedade Individual de Advocacia, sociedade também relacionada a Alexandro Pin. Entre os lançamentos detalhados pela Acusação estavam dois pagamentos de R\$250 mil, em 01/02/2017 e 07/02/2017, relativos, respectivamente, a serviços jurídicos vinculados aos contratos com fornecedores, consultores e agentes de venda e à análise de áreas e estruturação de debêntures dos projetos de Barra Mansa e Arco Metropolitano²¹.

¹⁷ Doc. nº 0496284, p. 9.

¹⁸ “5. Outros Investimentos O saldo de R\$ 15.555.371 em 31/12/2017 se refere a créditos de mútuo que aguardam aprovação para possível conversão em investimento efetivo.” (doc. nº 0496284, p. 14).

¹⁹ Doc. nº 0619262.

²⁰ Doc. nº 0551628, pp. 34-37.

²¹ Doc. nº 0551628, pp. 34-37.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

28. A SRE solicitou documentos que comprovassem a publicidade e a autorização das contratações realizadas por Alexandro Pin, em nome da Ano Bom, com sociedades de que participava²². Não foram apresentadas atas de diretoria, conselho de administração ou AGD que formalizassem a ciência e concordância dos acionistas ou dos debenturistas²³. A Acusação qualificou, por isso, a atuação do diretor como situação de conflito de interesses e fez referência ao art. 156 da Lei nº 6.404/1976.

29. Por fim, a investigação examinou os pagamentos à C-CON. Em 14/03/2016, antes da própria emissão das debêntures, a Ano Bom havia celebrado contrato de empreitada global para a execução dos serviços de terraplanagem, drenagem, instalações hidráulicas e elétricas, pavimentação e paisagismo do loteamento, no valor total de R\$18,8 milhões. O contrato previa desembolso inicial de R\$2,5 milhões, a ser realizado na celebração do acordo²⁴, e a análise contábil da Acusação registrou pagamentos à construtora que totalizavam aproximadamente R\$2,8 milhões²⁵.

30. A área técnica considerou prematura a contratação, uma vez que o empreendimento ainda dependia do licenciamento ambiental e que a Escritura continha, ademais, cláusula que vedava à Emissora conceder mútuos ou adiantamentos, a qualquer título, a terceiros ou afiliadas, sem prévia e expressa autorização dos debenturistas²⁶. Questionada, a Ano Bom afirmou ter acreditado que as obras seriam iniciadas em prazo reduzido e que havia obtido condições negociais favoráveis com a construtora.

As garantias da emissão

31. A Acusação identificou problemas relacionados aos imóveis indicados como garantias reais da Emissão.

32. **O Imóvel I** apresentava, segundo a Acusação, duas irregularidades distintas. A primeira dizia respeito a um **conflito de garantias**. Em 09/12/2016, a Mape, então proprietária

²² Doc. nº 0587337.

²³ Doc. nº 0678287, §34.

²⁴ Doc. nº 0563133, “4.3 Contrato de prestação de serviço - Ano Bom e C-Com”.

²⁵ Doc. nº 0551628.

²⁶ Cf. doc. nº 0495955, p. 57: “(xxiii) não conceder mútuo ou adiantamentos, a qualquer título, a terceiros ou a afiliadas, salvo mediante prévia e expressa autorização dos Debenturistas;”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

do terreno, celebrou com o Município de Barra Mansa o Termo de Compromisso nº 007/SMPU/2016²⁷, por meio do qual 33 lotes integrantes do empreendimento foram vinculados em garantia da participação da Ano Bom nos custos iniciais de implantação dos sistemas de abastecimento de água e esgotamento sanitário, até o limite de R\$ 1,6 milhão.

33. Essa obrigação foi levada ao registro imobiliário quando o imóvel foi transferido da Mape para a Ano Bom, em março de 2017²⁸. Embora o Termo de Compromisso municipal antecederesse em seis dias a celebração da Escritura de Emissão, esta não fazia referência à vinculação dos lotes nem esclarecia sua eventual prevalência ou concorrência com os direitos atribuídos aos debenturistas. Para a Acusação, o mesmo imóvel havia, assim, sido relacionado a garantias em favor de credores distintos sem que esse fato estivesse adequadamente refletido na documentação da Oferta.

34. O segundo problema dizia respeito à identificação registral do Imóvel I. Na Escritura original, de 15/12/2016, o terreno oferecido em garantia foi indicado pela matrícula nº 10.604. Segundo a Acusação, essa matrícula, contudo, já havia sido desmembrada em 23/09/2016, dando origem às matrículas nº 10.841 e nº 10.842²⁹.

35. Em 19/01/2017, foi formalizada a aquisição, pela Ano Bom, do imóvel de matrícula nº 10.841. Apesar disso, apenas cinco dias depois, no 3º Aditamento à Escritura, celebrado em 24/01/2017, a matrícula indicada para a destinação dos recursos e para a garantia foi alterada de nº 10.604 para nº 4.609, e não para nº 10.841³⁰.

36. Questionada pela fiscalização, a Cimento Tupi informou que a matrícula nº 10.604 correspondia ao imóvel anteriormente utilizado como depósito de escória, que posteriormente fora transferido à Mape para alienação das duas áreas resultantes de seu desmembramento; a matrícula nº 10.841 havia sido vendida à Ano Bom e a nº 10.842 permanecia com a Mape. Segundo a Acusação, nenhum dos documentos imobiliários apresentados dava respaldo à referência à matrícula nº 4.609.

²⁷ Doc. nº 0558603, doc. 07.

²⁸ Doc. nº 0595556, Anexo II.

²⁹ Doc. nº 0551721, Anexo 3.

³⁰ Docs. nº 0551721, doc. 05, e 0495955, p. 108.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

37. A Ano Bom atribuiu as sucessivas referências incorretas aos serviços advocatícios contratados. A área técnica entendeu, contudo, que a explicação não afastava a responsabilidade da Emissora, sobretudo porque a própria companhia havia adquirido formalmente o imóvel nº 10.841 cinco dias antes de assinar o aditamento que passou a indicar outra matrícula. Desse modo, tanto a subscrição do Illuminati quanto a posterior aquisição pelo Sculptor ocorreram enquanto a documentação da Oferta continha informação incorreta sobre a identificação da principal garantia.

38. **Quanto ao Imóvel II**, a Escritura estabelecia que a alienação fiduciária desta garantia deveria ser constituída caso o valor das debêntures subscritas e integralizadas ultrapassasse R\$20 milhões. Esse gatilho foi atingido em 30/03/2017, quando o Sculptor subscreveu as 1.600 debêntures remanescentes e elevou o montante captado para aproximadamente R\$36,3 milhões.

39. No entanto, a Acusação identificou que a Arco Metropolitano, que deveria alienar fiduciariamente o imóvel em favor dos debenturistas, não figurava como sua proprietária registral. A certidão imobiliária datada de 18/10/2016 indicava que o imóvel de Nova Iguaçu permanecia registrado em nome de Péricles de Souza Monteiro desde 27/10/1975³¹.

40. Embora tenha recebido o Ofício em 03/10/2018³², a Arco Metropolitano não enviou à autarquia nenhum documento que comprovasse a aquisição ou propriedade do imóvel, ou qualquer informação a respeito das exigências formuladas pelo serviço registral para a transferência do bem. A Acusação concluiu, a partir disso, não haver sido apresentada documentação apta a demonstrar que a interveniente garantidora possuía condições de constituir a garantia prometida na Escritura.

41. A Escritura previa que o respectivo contrato de garantia fosse firmado e registrado no prazo de 45 dias a partir da subscrição e integralização que elevasse o montante da emissão acima de R\$20 milhões. Previa, ainda, prazo adicional para saneamento depois da comunicação pelo agente fiduciário e a possibilidade de vencimento antecipado das

³¹ Doc. nº 0495951.

³² Doc. nº 0678287, §§44-45.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

debêntures³³ caso se revelassem falsas, inconsistentes, incorretas, insuficientes ou enganosas declarações ou garantias prestadas no âmbito da emissão.

42. Não obstante, mais de um ano depois da segunda subscrição, o Imóvel II ainda não havia sido regularmente constituído em garantia. Em AGDs realizadas posteriormente, os debenturistas deliberaram sucessivamente pela prorrogação do prazo para a regularização da pendência: em 19/04/2018, por 90 dias; em 27/07/2018, até 11/08/2018; e, em 14/08/2018, até 23/08/2018³⁴, sem que, segundo a Acusação, tenha sido posteriormente comunicada à CVM a efetiva constituição da garantia.

Alterações posteriores no Projeto Barra Mansa

43. Depois de integralmente subscrita a emissão, também foram revistas características físicas relevantes do empreendimento. Em resposta encaminhada à CVM em 16/07/2018³⁵, a Ano Bom informou que levantamento georreferenciado contratado em novembro de 2017, aproximadamente oito meses após a última subscrição, havia identificado aumento de 7.200 m² na área total do imóvel, mas redução de 13.635,08 m², correspondente a 7,99%, na área loteável, que passou a 157.085,08 m².

44. A companhia informou, ainda, que Alexandre Klabin participou de reunião com a Prefeitura Municipal de Barra Mansa para discutir a redução das dimensões dos lotes para 200 m². A revisão preservaria o total de 635 lotes previsto no projeto original, mas exigiria alteração de suas dimensões e localização.

45. Na avaliação da Acusação, o fato de um levantamento descrito pela própria Ano Bom como necessário à “viabilização do projeto” somente ter sido realizado depois da captação colocava em dúvida o grau de definição do empreendimento quando as debêntures foram ofertadas. A redução da área loteável, mantido o número de unidades, poderia exigir revisão do projeto, gerar novos custos e alterar as projeções econômicas que haviam sustentado a emissão.

³³ Doc. nº 0495955, pp. 39, 50 e 54.

³⁴ Docs. nº 0619247 e 0602837, docs. 09 e 10.

³⁵ Doc. nº 0558603, doc. 05.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

46. A execução do empreendimento também sofreu atrasos. As obras haviam sido projetadas inicialmente para fevereiro de 2017 e, depois, para abril daquele ano, mas somente tiveram início em julho de 2018. Segundo a Ano Bom, desde abril de 2017, enquanto aguardava a licença ambiental, passou também a discutir com a nova administração municipal as condições anteriormente pactuadas para os sistemas de água e esgoto, tendo chegado a novo entendimento apenas em 30/11/2017.

47. Para a área técnica, a combinação entre a redução da área loteável, a revisão das dimensões dos lotes e o atraso do início das obras alterava tanto o quadro de custos quanto as perspectivas de geração de receitas. Nessa conjuntura, seria necessário rever o estudo econômico do empreendimento e a própria classificação de risco da emissão.

48. A forma de pagamento das debêntures também veio a ser modificada. Na reconstrução feita pela Acusação, a solução adotada para acomodar os atrasos foi ampliar de dois para três anos o período de carência e reduzir de cinco para quatro anos o período subsequente de amortização, sem alteração do montante total devido aos debenturistas.

Os estudos econômicos do empreendimento

49. A avaliação econômica do Projeto Barra Mansa ocupou papel central na análise da Acusação, na medida em que o valor atribuído ao terreno servia de referência para a principal garantia da emissão e as projeções de venda dos lotes sustentavam o fluxo de caixa destinado ao pagamento dos debenturistas. Foram examinados três estudos elaborados em período próximo à Oferta e, posteriormente, um quarto laudo encaminhado pela Ano Bom.

50. O primeiro estudo, elaborado pela Colliers International do Brasil (“Colliers”)³⁶, a pedido da Genus Capital, com data-base de outubro de 2016, tinha por objetivo estimar a taxa interna de retorno do empreendimento e indicava que 60,29% da população do entorno pertencia à classe C e 22,54% às classes D e E, tendo estimado em R\$ 350,00 o preço médio de venda do metro quadrado.

51. O segundo estudo consistia no Relatório Interno de Avaliação Imobiliária nº 25/2016, elaborado pela Ideas Real, também com data-base de outubro de 2016 e posteriormente

³⁶ Doc. nº 0558603, doc. 03.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

apresentado à CVM pela própria Fornax³⁷. Mantidos os demais parâmetros do empreendimento, a Ideas Real estimou o preço médio de comercialização em R\$316,00 por metro quadrado e projetou VGV da ordem de R\$52 milhões.

52. O terceiro estudo foi elaborado pela York & Partners Consultoria (“York”), igualmente em outubro de 2016 e, assim como o da Colliers, a pedido da Genus Capital³⁸. Foi o estudo da York que acabou utilizado para a estruturação da Oferta. Nele, o valor do terreno dado em garantia e a projeção de receitas decorrentes da venda dos lotes foram calculados com base em preço de R\$450,00 por metro quadrado.

53. A York estimou o valor do metro quadrado com base em 14 amostras de Barra Mansa e Volta Redonda, combinando terrenos de regiões periféricas, com preços entre aproximadamente R\$249,00 e R\$395,00, e imóveis situados em bairros de padrão econômico superior, com valores entre R\$549,00 e R\$972,00. Para a Acusação, essa combinação de referências socioeconomicamente distintas elevou artificialmente a média para cerca de R\$470,00 por metro quadrado, posteriormente ajustada para R\$450,00, superestimando tanto o valor do imóvel dado em garantia quanto o VGV do empreendimento.

54. A Acusação também questionou a premissa de comercialização de 100% dos lotes, considerada excessivamente otimista diante das condições econômicas e demográficas da região. A própria Argus havia apontado riscos relacionados à geração de emprego e renda e à demanda por novas residências, e, em agosto de 2018, a área técnica constatou que ainda havia unidades à venda em dois dos empreendimentos utilizados como referência pela York.

55. Além disso, o estudo da York atribuiu ao imóvel valor de aproximadamente R\$25,3 milhões, embora o terreno tivesse sido adquirido, poucos meses depois, por R\$12 milhões. Para a Acusação, esse resultado decorria, em especial, da utilização conjunta de amostras de regiões com perfis socioeconômicos distintos. Entre os estudos contemporâneos disponíveis, a Ano Bom adotou justamente aquele que atribuíu maior valor ao metro quadrado, elevando simultaneamente o valor da garantia imobiliária e a projeção de receitas do empreendimento.

³⁷ Doc. nº 0602734, p. 341.

³⁸ Doc. nº 0501749.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

56. Em síntese, a área técnica entendeu que o material da Oferta se apoiava em uma avaliação superestimada do imóvel e em projeções excessivamente otimistas de vendas, aspectos especialmente relevantes porque a geração de caixa do empreendimento era essencial ao pagamento das debêntures e, até a conclusão do termo de acusação, a comercialização dos lotes sequer havia sido iniciada.

Atuação da Planner Trustee

57. A investigação também examinou a atuação da Planner Trustee como agente fiduciário. Embora a instituição tenha informado a realização de diligências cadastrais, societárias e documentais antes de aceitar a função³⁹, a Acusação entendeu que tais procedimentos foram insuficientes para verificar adequadamente as garantias da emissão. Quanto ao Imóvel I, não teria sido obtida documentação capaz de assegurar sua correta identificação registral, o que permitiu que a Escritura indicasse sucessivamente as matrículas nº 10.604 e nº 4.609, embora o imóvel efetivamente adquirido correspondesse à matrícula nº 10.841.

58. Em relação ao Imóvel II, a Planner Trustee não teria exigido documentos que comprovassem efetivo compromisso de aquisição pela Arco Metropolitano, baseando-se essencialmente em informações societárias da própria garantidora. Além disso, embora a garantia devesse ter sido constituída após a integralização de 30/03/2017, até 10/04/2018 não havia sido registrada, situação que, segundo a Acusação, persistiu por mais de um ano sem adoção de medidas efetivas pelo agente fiduciário, apesar de poder ensejar vencimento antecipado da emissão. A posterior referência a assembleia da Arco Metropolitano tampouco foi considerada suficiente para comprovar a aquisição do imóvel ou a possibilidade de constituição da garantia, dado que a ata societária, isoladamente, não demonstraria a transferência do domínio nem a possibilidade de constituição da garantia.

59. A área técnica também questionou a atuação da Planner Trustee após a redução da área loteável. A instituição sustentou que a diminuição do tamanho dos lotes poderia representar

³⁹ Doc. nº 0495882.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

vantagem competitiva e que a Fornax não teria identificado prejuízo, mas, para a Acusação, essas afirmações não encontravam respaldo nos documentos: a própria Ano Bom projetava redução de receitas e a ata da AGD de 19/04/2018 não registrava manifestação da Fornax nesse sentido. Além disso, o relatório anual do agente fiduciário relativo a 2017 omitiu o mútuo de aproximadamente R\$15,6 milhões concedido à KL Partners e continuou a indicar incorretamente a matrícula nº 10.604 para o Imóvel I.

60. À luz desse conjunto, a Acusação relacionou a atuação da Planner Trustee aos incisos I, II, V, VII e X do art. 11 da Instrução CVM nº 583/2016 e ao art. 15 da mesma norma. Como se verá adiante, contudo, essas infrações não foram mantidas como imputações autônomas, por terem sido consideradas absorvidas pela acusação mais abrangente de participação em operação fraudulenta.

A classificação de risco atribuída pela Argus

61. A Argus atribuiu inicialmente classificação BBB+ às debêntures, aprovada em 29/11/2016, constante do relatório que, segundo a Acusação, era o mais recente quando da primeira subscrição. No relatório definitivo, de 29/03/2017, a nota foi elevada para A-, classificação vigente quando o Sculptor adquiriu as debêntures remanescentes. Ambas se inseriam, segundo a escala da própria agência, no denominado “Nível Seguro”⁴⁰. A Acusação entendeu, contudo, que os relatórios continham informações não verificadas, omissões relevantes e avaliação incompatível com os riscos da emissão.

62. Entre os problemas identificados, o relatório preliminar afirmava que as garantias imobiliárias correspondiam a 138% da emissão e que já existiria “acerto” para aquisição dos dois imóveis, sem individualizá-los por matrícula nem demonstrar adequadamente a origem dessas informações. Também não mencionava o capital social de apenas R\$1.200,00, o reduzido histórico empresarial da Ano Bom ou, inicialmente, experiência específica de seus administradores na condução de empreendimentos imobiliários. Para a área técnica, o relatório tampouco tratava de forma suficiente os riscos associados ao licenciamento ambiental ainda pendente.

⁴⁰ Doc. nº 0569519.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

63. A Acusação apontou, ainda, falhas na verificação das garantias. No relatório definitivo, o Imóvel I foi identificado pela matrícula nº 4.609, embora a Argus não tivesse obtido documentação registral que amparasse essa indicação ou a matrícula definitiva nº 10.841. O terreno, adquirido por R\$12 milhões, foi apresentado pelo valor de R\$25,3 milhões estimado pela York, sem esclarecimento suficiente de que se tratava de avaliação de terceiro ou da metodologia utilizada, embora outros estudos contemporâneos apontassem valores inferiores. Quanto ao Imóvel II, o relatório o apresentava como de propriedade da Arco Metropolitano e lhe atribuía valores de mercado e de liquidação forçada com base em avaliação da York, apesar de a agência não ter solicitado certidão imobiliária ou compromisso de compra e venda que comprovasse a aquisição. A due diligence presencial prevista no relatório preliminar também não foi realizada antes da emissão da versão definitiva.

64. Para a área técnica, essas deficiências eram especialmente relevantes diante da própria classificação A-. A metodologia da Argus considerava fatores como ambiente operacional, qualidade dos ativos, adequação de capital, análise financeira e resultados, e o próprio relatório reconhecia dificuldades econômicas e institucionais, riscos de atraso nas vendas, ausência de ativos prévios, capital social reduzido diante da captação de R\$36 milhões e inexistência de histórico operacional que permitisse avaliar geração de caixa e resultados. Ainda assim, a agência sustentou que a ponderação conjunta dos riscos e das garantias justificava a nota e qualificou a emissão como operação estruturada, enquadramento que a Acusação também considerou incompatível com a metodologia divulgada pela própria Argus.

65. Também chamou atenção da Acusação o fato de que a própria classificação atribuída pela Argus se apoiava na capacidade de pagamento da Ano Bom a partir do fluxo de recebíveis decorrentes da venda dos lotes, receitas que também compunham a cessão fiduciária oferecida em garantia. Essa premissa assumia especial relevância diante da inexistência de histórico operacional da Emissora e dos riscos reconhecidos no próprio relatório quanto ao cronograma e à velocidade das vendas, que, até o encerramento da investigação, sequer haviam sido iniciadas.

66. Concluiu-se, assim, que os relatórios continham erros e omissões relevantes, não refletiam adequadamente os problemas relacionados às garantias e atribuíam às debêntures classificação incompatível com os riscos identificados e com a própria metodologia da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

agência. Considerou, ainda, que as explicações apresentadas não permitiam reconstruir a análise efetivamente realizada, em desacordo com o art. 10, §2º, da Instrução CVM nº 521/2012. Embora também tenha apontado violação ao art. 15 da mesma norma, a imputação final concentrou-se no art. 10, inciso II.

Atuação da intermediária líder da Oferta

67. Quanto à Orla, a SFI examinou sua atuação como intermediária líder da Oferta e identificou deficiências relevantes em seus procedimentos de diligência⁴¹. Embora o organograma indicasse Lúcia Rodrigues como responsável pela área de distribuição, representantes da instituição afirmaram que a atividade teria sido encerrada em 03/11/2017 e que a diretora não seria responsável pelas distribuições, apesar de a Orla ter figurado como coordenadora líder em outra oferta ainda em 28/02/2018. A inspeção registrou, ainda, que Lúcia Rodrigues não demonstrou conhecimento do processo de distribuição e acumulava diversas outras atribuições na instituição.

68. A Orla informou que sua atuação consistia essencialmente em receber do estruturador a Escritura já aprovada pela B3, verificar prestadores de serviços e garantias previamente analisadas pelo agente fiduciário e realizar os registros e procedimentos operacionais para liquidação da oferta. A área técnica constatou, contudo, a ausência de evidências de diligências próprias voltadas à verificação das informações prestadas pelo ofertante, como relatório de *due diligence*, opinião legal, declarações de veracidade, cartas de conforto ou registros de *bring down call*. Tampouco foram localizadas evidências das consultas ao Serasa que a área de compliance afirmou realizar.

69. A inspeção também identificou a inexistência de procedimento formal para identificação de conflitos de interesses e a ausência de registros dos esforços de venda, inclusive da relação de potenciais investidores procurados, contatos realizados, atas ou listas de presença de reuniões. Com isso, não havia documentação suficiente para demonstrar o cumprimento dos deveres previstos na Instrução CVM nº 476/2009.

⁴¹ Doc. nº 0517463.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

70. Segundo a Acusação, essas deficiências permitiram que a Oferta fosse distribuída sem esclarecimento adequado de irregularidades relevantes, como o risco de não constituição do Imóvel II, o conflito de garantias envolvendo o Imóvel I, os erros de matrícula da principal garantia e os problemas identificados nos relatórios de classificação de risco.

Os fundos e a atuação do gestor

71. Os dois fundos que adquiriram a integralidade das debêntures eram geridos pela Fornax. O Illuminati adquiriu 55,55% da emissão, por R\$20 milhões, e o Sculptor os 44,44% restantes, por R\$16.335.959,86. Segundo a Acusação, ambos possuíam, direta ou indiretamente, cotistas vinculados a RPPS. Antes de examinar a operação, a área técnica também registrou antecedentes envolvendo a Fornax, inclusive outro PAS relativo à aquisição de debêntures pelos mesmos fundos e procedimento da ANBIMA em que teriam sido identificadas deficiências na análise e no monitoramento de ativos de crédito privado.

72. Instada a apresentar sua política de gestão de riscos e os documentos que embasaram a aquisição das debêntures, a Fornax juntou seu “Manual de Risco e Liquidez”⁴² e afirmou ter considerado a classificação de baixo risco atribuída pela agência de rating, a existência de garantias respaldadas por laudo de avaliação, estudo de viabilidade favorável e projeção de vendas suficiente para suportar o fluxo de caixa. A área técnica, contudo, entendeu que o manual era genérico e que não foram apresentados modelo interno de crédito ou registros capazes de reconstruir a análise efetivamente realizada, indicando dependência relevante de avaliações produzidas por terceiros.

73. Essa deficiência era especialmente relevante diante das características da Ano Bom, sociedade recém-constituída, pré-operacional, sem ativos e com capital social de apenas R\$1.200,00, que captava R\$36 milhões. Não havia, assim, histórico suficiente para avaliar geração de caixa, resultados, endividamento, pontualidade ou capacidade de pagamento. Também subsistiam riscos relacionados à licença ambiental, às premissas de preço e velocidade de vendas, à exequibilidade das garantias e à própria implementação do

⁴² Doc. nº 0602734.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

empreendimento. Para a Acusação, a ausência de histórico exigia maior, e não menor, diligência por parte da gestora.

74. A Fornax tampouco teria identificado adequadamente os problemas das garantias, inclusive a não constituição do Imóvel II, o conflito envolvendo o Imóvel I e as sucessivas informações incorretas sobre sua matrícula. A área técnica destacou, ainda, que a gestora não questionou a avaliação da York, de R\$450,00 por metro quadrado, embora tivesse acesso a estudos contemporâneos que indicavam R\$316,00 e R\$350,00, diferença que afetava tanto o valor da garantia quanto as projeções de rentabilidade do empreendimento. Com base nesse conjunto, a Acusação entendeu que a Fornax não observou o art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014, conclusão considerada ainda mais relevante porque os fundos sob sua gestão adquiriram 100% das debêntures colocadas.

Administradores fiduciários

75. A Acusação também examinou a atuação dos administradores fiduciários, à luz do art. 29, inciso III, da Instrução CVM nº 558/2015 e do art. 90, inciso X, da Instrução CVM nº 555/2014, que lhes atribuíam o dever de fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados, inclusive quanto à existência e efetiva observância de política de gerenciamento de riscos.

76. A Gradual, então administradora do Sculptor, foi intimada a apresentar evidências da fiscalização exercida sobre a Fornax e das diligências relacionadas à aquisição das debêntures, mas não respondeu ao ofício da CVM. Assim, não ficou demonstrada fiscalização efetiva da decisão de investimento. Posteriormente, em razão da intervenção na instituição, a administração do fundo foi transferida à Planner Corretora.

77. Quanto ao Illuminati, a Planner Corretora apresentou parecer de crédito elaborado pela própria Fornax, além do relatório de rating, instrumentos de garantia, Escritura, *legal opinion*, demonstrações financeiras e laudo de avaliação. A área técnica entendeu, contudo, que o parecer não contemplava adequadamente os elementos previstos no Ofício-Circular/CVM/SIN nº 6/2014 e que os demais documentos continham inconsistências relevantes, como os erros de matrícula do Imóvel I, sem que a administradora tivesse realizado



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

diligências adicionais⁴³. O investimento de R\$20 milhões representava mais de 8,7% do patrimônio líquido do Illuminati e, ainda assim, não foram identificados pedidos de esclarecimento ou questionamentos dirigidos à Fornax. A composição do fundo também era formada por RPPS ou por fundos com cotistas ligados a RPPS.

78. As falhas foram atribuídas também aos respectivos diretores responsáveis, por estarem inseridas em suas atribuições regulatórias: Artur Figueiredo, pela administração de fundos de investimento em direitos creditórios da Planner Corretora, e Fernanda Lima, pela administração de carteiras da Gradual.

Assembleias Gerais de Debenturistas

79. As AGDs posteriores à emissão foram consideradas relevantes pela Acusação por terem tratado de irregularidades já consumadas ou alterado obrigações originalmente assumidas. A área técnica relacionou esse padrão a outros casos envolvendo ofertas adquiridas por fundos ligados a RPPS, inclusive os PAS nº 19957.008816/2018-48 e nº 19957.008143/2018-26, nos quais gestores com concentração dos votos dos debenturistas teriam aprovado alterações posteriores das condições das emissões.

80. No caso da Ano Bom, os primeiros ofícios da CVM foram encaminhados à Emissora em 06/04/2018 e à Planner Trustee em 10/04/2018. Em 19/04/2018, foi realizada AGD que concedeu prazo adicional de 90 dias para constituição da garantia relativa ao Imóvel II, obrigação existente desde 30/03/2017. O prazo foi novamente prorrogado em 27/07/2018, até 11/08/2018, e em 14/08/2018, até 23/08/2018, sem notícia, até então, da efetiva constituição da garantia.

81. Em **29/06/2018**, outra AGD deliberou sobre a restituição dos recursos objeto do mútuo concedido à KL Partners, embora as transferências remontassem a 2017 e não tivesse sido identificada autorização prévia dos debenturistas. Para a Acusação, tanto essa deliberação quanto as sucessivas prorrogações relativas ao Imóvel II indicavam que providências para regularização somente foram adotadas após o início dos questionamentos da CVM.

⁴³ Doc. nº 0572691.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

82. Também foi apresentada ata de AGD supostamente realizada em 08/05/2017, na qual teriam sido aprovadas (i) a correção da matrícula do Imóvel I para nº 10.841; (ii) a autorização para caucionar 33 lotes em favor da Prefeitura de Barra Mansa; e (iii) a desconsideração do atraso na entrega das demonstrações financeiras da Ano Bom. A CVM solicitou comprovação do registro da ata e o respectivo livro de presença, mas a Ano Bom informou que o livro havia sido extraviado, e as atas de 08/05/2017 e 29/06/2018 foram apresentadas sem registro na Junta Comercial⁴⁴.

83. A Acusação destacou, ainda, que o relatório anual da Planner Trustee referente a 2017, acessado em 30/04/2018, continuava a indicar a matrícula nº 10.604 e não fazia qualquer referência à AGD de 08/05/2017. Somente após os questionamentos da CVM o relatório passou a mencionar a suposta correção aprovada naquela assembleia⁴⁵. Diante da ausência de registro da ata, do desaparecimento do livro de presença e da falta de referência à reunião nos documentos contemporâneos, a área técnica apontou indícios de que a AGD de 08/05/2017 poderia ter sido posteriormente apresentada para conferir aparência de regularidade às inconsistências então identificadas.

Fatos apurados após a substituição da Fornax no Illuminati

84. Em setembro de 2018, a Fornax foi substituída pela Queluz Asset Management (“Queluz”), contratada para atuar na recuperação dos ativos do Illuminati. No “Diagnóstico Preliminar dos Ativos”, de 30/11/2018⁴⁶, a nova gestora registrou que o empreendimento permanecia atrasado, que a licença ambiental somente havia sido obtida em 23/01/2018, que o rating estava vencido desde 29/03/2018 e que a Ano Bom havia transferido cerca de R\$15 milhões à controladora por meio de mútuo, além de não possuir condições de cumprir o cronograma original de amortização das debêntures.

85. A Queluz também apontou pendências relativas às garantias, inclusive problemas que impediam a alienação fiduciária do Imóvel II e dúvidas quanto à avaliação do Imóvel I. Diante desse quadro, recomendou novo estudo de viabilidade, reavaliação dos imóveis, revisão das

⁴⁴ Docs. nº 0606190, 0619247, 0619262 e 0619265.

⁴⁵ Docs. nº 0556503 e 0595556.

⁴⁶ Doc. nº 0650768.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

garantias, formalização do crédito decorrente do mútuo, atualização do rating e reestruturação do fluxo das debêntures, além de maior controle sobre a liberação dos recursos destinados às obras. Para a Acusação, o diagnóstico da nova gestora corroborava diversas das irregularidades anteriormente identificadas.

III. ACUSAÇÃO

86. A Acusação imputou à **Ano Bom, KL Partners, 55 Empreendimentos, Alexandre Klabin, Ricardo Barbosa, Alexandro Pin, Planner Trustee, Fornax e Fábio Barbosa** a prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979. Em síntese, entendeu que a emissão teria sido estruturada e mantida mediante conjunto de expedientes aptos a conferir aparência de viabilidade e segurança a empreendimento que apresentava fragilidades relevantes, notadamente quanto à avaliação econômica e às garantias, permitindo a captação integral de aproximadamente R\$36 milhões pelos fundos geridos pela Fornax. Após a captação, cerca de R\$15,6 milhões foram transferidos à KL Partners por mútuo não previamente autorizado e em condições desfavoráveis à Emissora, outros recursos foram destinados a sociedades relacionadas a Alexandro Pin e as garantias apresentaram inconsistências relevantes. Posteriormente, AGDs teriam sido utilizadas para prorrogar obrigações e conferir tratamento a irregularidades já consumadas.

87. Nesse contexto, a Ano Bom e seus acionistas e administradores foram responsabilizados pela estruturação e execução da operação, inclusive pela destinação dos recursos e pelas informações relativas ao empreendimento e às garantias; a **Planner Trustee**, por não ter adequadamente verificado e acompanhado as garantias, omitido o mútuo em seu relatório anual e participado das deliberações posteriores; e a **Fornax e Fábio Barbosa**, porque os fundos sob sua gestão adquiriram a totalidade da emissão sem que tivesse sido demonstrada análise própria suficientemente diligente e, posteriormente, votaram pela manutenção da operação e pela prorrogação de obrigações que poderiam ensejar vencimento antecipado. As infrações regulatórias inicialmente cogitadas contra a Emissora, o agente fiduciário e a gestora foram consideradas absorvidas pela imputação mais abrangente de operação fraudulenta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

88. À **Argus e Maria Christina Maciel**, a Acusação imputou infração ao art. 10, inciso II, da Instrução CVM nº 521/2012, por não terem adotado providências para evitar que a classificação de risco induzisse os usuários a erro. Os relatórios continham informações incorretas ou insuficientemente verificadas sobre as garantias, omissões relevantes sobre a Emissora e utilizavam avaliações imobiliárias sem adequada explicitação de sua origem, ao mesmo tempo em que atribuíram às debêntures notas BBB+ e, posteriormente, A-, consideradas incompatíveis com os riscos identificados e com a própria metodologia da agência. À **Orla e Lúcia Rodrigues**, por sua vez, foi imputada infração ao art. 11, inciso I, da Instrução CVM nº 476/2009, por ausência de diligências próprias suficientes para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante fossem verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para uma decisão fundamentada de investimento.

89. Por fim, a **Planner Corretora e Artur Figueiredo**, na administração do Illuminati, e a **Gradual e Fernanda Lima**, na administração do Sculptor, foram acusados de infração ao art. 90, inciso X, da Instrução CVM nº 555/2014, por não fiscalizarem adequadamente os serviços prestados pela Fornax. Quanto à Planner Corretora, a Acusação destacou a insuficiência do parecer de crédito apresentado, a ausência de questionamentos adicionais apesar das inconsistências dos documentos da Oferta e a relevância das debêntures na carteira do fundo; quanto à Gradual, não foram apresentadas evidências de fiscalização da política de riscos da gestora ou da decisão de aquisição do ativo.

IV. RAZÕES DE DEFESA

90. Os acusados foram regularmente citados⁴⁷ e, com exceção da 55 Empreendimentos, de Ricardo Barbosa e Fernanda Lima, apresentaram tempestivamente suas razões de defesa⁴⁸.

91. Especificamente em relação à Fernanda Lima, a acusada apresentou manifestação⁴⁹ em que informou estar impossibilitada de atender à intimação e de apresentar razões de defesa ou documentos, em razão de medidas cautelares determinadas pela 6ª Vara Criminal Federal

⁴⁷ Docs. nº 0686420, 0686423, 0686424, 0686425, 0686427, 0686430, 0686432, 0686433, 0686437, 0686439, 0686442, 0686444, 0686446, 0686448, 0686449, 0686451, 0686453 e 0686454.

⁴⁸ Doc. nº 0855497.

⁴⁹ Doc. nº 0778367.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

em 25/04/2018, que a impediam de acessar as dependências da Gradual, manter contato com seus funcionários e prestadores de serviços e consultar documentos relativos às atividades da instituição, inclusive aqueles relacionados à administração de fundos de investimento. Acrescentou que, após a decretação da liquidação extrajudicial da Gradual pelo Banco Central, em 22/05/2018, a instituição e sua documentação passaram à tutela do liquidante, com quem também estava impedida de manter contato, circunstâncias que, segundo afirmou, inviabilizavam o exercício de sua defesa naquele momento.

Ano Bom

92. Em sede preliminar, a Ano Bom⁵⁰ requer a extinção do processo, alegando que:

- (i) o Termo de Acusação não teria estabelecido correlação clara entre os fatos descritos e a imputação de operação fraudulenta, nem indicado quais informações prestadas pela Emissora seriam falsas, inconsistentes, incorretas ou insuficientes;
- (ii) as conclusões da área técnica estariam amparadas em conjecturas e juízos sobre a conveniência econômica da operação, sem elementos conclusivos de autoria e materialidade, em violação aos princípios da legalidade, impessoalidade, razoabilidade e proporcionalidade;
- (iii) a CVM não teria competência para sancionar a Ano Bom, por se tratar de companhia fechada e de oferta pública com esforços restritos, automaticamente dispensada de registro;
- (iv) a acusação de atuação concertada com os demais participantes da Oferta partiria de indevida presunção de má-fé, sem demonstração de acordo ou combinação entre eles;
- (v) inexistia regra que estabeleça proporção mínima entre o capital social da companhia e o valor das debêntures por ela emitidas, tendo sido revogada, em 2011, a limitação anteriormente prevista no art. 60 da Lei nº 6.404/1976;
- (vi) o capital social da Ano Bom e o valor da emissão constavam de documentos públicos e eram conhecidos pelos investidores; e

⁵⁰ Doc. nº 0815997.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

(vii) a Acusação estaria se substituindo ao juízo de conveniência dos investidores ao tratar a estrutura de financiamento como inadequada, embora a Oferta fosse destinada exclusivamente a investidores profissionais, assessorados por gestores, administradores fiduciários e demais profissionais especializados.

93. No mérito, a Ano Bom sustenta, inicialmente, que os recursos captados foram empregados de acordo com as finalidades previstas na Escritura de Emissão, tendo comprovado, entre outros desembolsos, o pagamento de R\$12 milhões pela aquisição do imóvel e de aproximadamente R\$1,37 milhão em despesas relacionadas à estruturação da Oferta e ao empreendimento.

(i) Quanto às movimentações especificamente questionadas, alega que:

- (a) o mútuo de R\$15.555.371,00 celebrado com a KL Partners constituía negócio lícito entre sociedades privadas, sem demonstração de prejuízo à Emissora ou aos debenturistas, não sendo suficiente, para caracterizar irregularidade, a existência de alternativas de investimento mais rentáveis;
- (b) os pagamentos à C-CON não corresponderam a adiantamentos estranhos ao projeto, mas à denominada “imobilização de obra”, necessária à preparação dos equipamentos e materiais para serviços cujo início era então esperado para breve; e
- (c) as contratações de sociedades relacionadas a Alexandro Pin não configurariam conflito de interesses, na ausência de incompatibilidade concreta entre os interesses do administrador e os da companhia ou de indícios de contratação em condições desfavoráveis.

(ii) Em relação ao Imóvel II, a defesa argumenta que:

- (a) sua constituição em garantia somente se tornou obrigatória depois de ultrapassado o limite de R\$20 milhões em subscrições, em 30/03/2017, não havendo, segundo sua interpretação da Escritura, prazo determinado para conclusão do registro;
- (b) a demora decorreu de dificuldades na regularização de imóvel rural cuja cadeia dominial remontava a 1975, incluindo a necessidade de georreferenciamento,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- a contratação de novo profissional, a identificação de duplicidade registral e posteriores exigências do cartório e do INCRA; e
- (c) tais circunstâncias eram alheias à vontade da Emissora e teriam sido acompanhadas pelos debenturistas, que sucessivamente optaram por não declarar o vencimento antecipado da emissão.
- (iii) A Ano Bom acrescenta que a ausência temporária de registro do Imóvel II não teria causado prejuízo aos investidores, uma vez que:
- (a) se tratava de garantia adicional;
- (b) o Imóvel I já se encontrava alienado fiduciariamente;
- (c) a operação contava, ainda, com recursos correspondentes a duas prestações mensais; e
- (d) o Imóvel II não possuía outros gravames. Para a defesa, não caberia à CVM substituir a decisão dos investidores profissionais de conceder prazo para regularização da garantia, especialmente diante das providências que vinham sendo adotadas pela Emissora.
- (iv) Quanto ao alegado conflito de garantias sobre o Imóvel I, sustenta que:
- (a) o Termo de Compromisso com a Prefeitura de Barra Mansa foi originalmente celebrado pela Mape e estava sujeito a condição suspensiva, tendo sido posteriormente ratificado pela Ano Bom;
- (b) a caução dos 33 lotes em favor do Município não configuraria alienação fiduciária concorrente sobre o mesmo imóvel; e
- (c) os debenturistas tinham conhecimento da obrigação e anuíram com ela na AGD de 08/05/2017.

94. A defesa acrescenta que a caução envolvia parcela reduzida dos lotes e estava vinculada à implantação da infraestrutura necessária ao próprio empreendimento. No tocante à matrícula do Imóvel I, a Ano Bom reconhece o equívoco na numeração indicada na documentação da emissão, mas o qualifica como erro meramente formal, ressaltando que a alienação fiduciária foi efetivamente registrada sobre o imóvel correto. Assim, na sua visão,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

não haveria informação falsa com aptidão para causar prejuízo ou induzir os investidores em erro, mas simples inexatidão material que não comprometeu a garantia constituída.

(v) A defesa também contesta as conclusões relacionadas à revisão do Projeto Barra Mansa, alegando que:

- (a) a redução de 7,99% da área loteável decorreu de exigências da Prefeitura e do INEA, especialmente relacionadas à preservação ambiental e à adequação do projeto;
- (b) não houve necessidade de novo georreferenciamento do Imóvel I, mas de ajustes nos projetos já aprovados;
- (c) a redução da área loteável teria sido acompanhada da diminuição das dimensões dos lotes, sem comprometimento da garantia; e
- (d) a Emissora suportou os custos adicionais decorrentes das modificações exigidas pelas autoridades. Sustenta, ainda, que ajustes posteriores na área total do imóvel teriam resultado em acréscimo da extensão oferecida em garantia.

(vi) Em relação ao laudo de avaliação da York, a Ano Bom argumenta que:

- (a) as críticas da Acusação dizem respeito a aspectos técnicos próprios da atividade do avaliador, notadamente às diferenças entre os valores encontrados pelas três empresas consultadas, à utilização de referências de Volta Redonda e à premissa de venda integral dos lotes;
- (b) empresas especializadas podem utilizar metodologias distintas e alcançar resultados diferentes sem que isso, por si só, revele superavaliação;
- (c) a York era empresa especializada, com atuação internacional e mais de vinte anos de mercado, tendo sua contratação resultado de decisão comercial da Emissora; e
- (d) eventual questionamento quanto às amostras e premissas utilizadas deveria ser dirigido à avaliadora, e não à Ano Bom.

95. Quanto à ausência de comercialização dos lotes, a defesa sustenta que o atraso decorreu de exigências formuladas pelo INEA e pela Prefeitura de Barra Mansa, inclusive



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

quanto à adequação das Áreas de Preservação Permanente, e não de inviabilidade do empreendimento ou falta de diligência da Emissora. Afirma que o projeto já havia sido anteriormente aprovado e que as modificações e novas aprovações decorreram do atendimento às determinações dos órgãos públicos.

(vii) Por fim, a Ano Bom sustenta não estarem presentes os elementos necessários à caracterização de operação fraudulenta, alegando que:

- (a) fatos como o reduzido capital social, o atraso na constituição de garantia, o erro na matrícula, a revisão da área loteável e as divergências quanto ao laudo de avaliação, ainda que considerados irregulares, não constituiriam, por si sós, ardil ou artifício;
- (b) não foi demonstrado que qualquer desses fatos tenha sido intencionalmente empregado para induzir ou manter os investidores em erro;
- (c) tampouco haveria prova de conluio entre a Emissora e os demais participantes da Oferta, de vantagem patrimonial ilícita ou de prejuízo aos investidores; e
- (d) não teria sido demonstrado o elemento subjetivo necessário à infração.

96. Com fundamento nessas razões, requereu, subsidiariamente às preliminares, o reconhecimento da improcedência da acusação e o arquivamento do PAS, além da possibilidade de produção de prova pericial, testemunhal e documental suplementar

Alexandre Klabin e KL Partners

97. Em sede preliminar, Alexandre Klabin e KL Partners⁵¹ requereram a extinção do processo, sustentando que o Termo de Acusação não teria individualizado adequadamente as condutas atribuídas a cada acusado nem estabelecido correlação objetiva entre os fatos narrados e a prática de operação fraudulenta, baseando-se, em vez disso, em juízos subjetivos sobre a conveniência econômica de determinados negócios, especialmente o mútuo celebrado entre a Ano Bom e a KL Partners e a contratação da construtora, sem elementos conclusivos de autoria e materialidade. Alegam, ainda, que a CVM não teria competência para sancioná-

⁵¹ Doc. nº 0816028.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

los, por se tratar a Ano Bom de companhia fechada, a KL Partners de sociedade limitada não submetida à fiscalização da Autarquia e a emissão de oferta pública com esforços restritos, automaticamente dispensada de registro. Sustentam, por fim, que a Acusação partiria de indevida presunção de má-fé, sem demonstração de atuação concertada com os demais participantes da Oferta ou individualização dos elementos necessários à configuração da operação fraudulenta, em especial o artilo ou artifício, a indução ou manutenção de terceiros em erro e a finalidade de obtenção de vantagem patrimonial ilícita, em violação aos princípios da legalidade, impessoalidade, razoabilidade e proporcionalidade e aos requisitos da Deliberação CVM nº 538/2008.

98. No mérito, em relação ao mútuo celebrado entre a Ano Bom e a KL Partners, a defesa argumenta que:

- (a) se tratava de contrato privado, lícito e regularmente constituído, cuja eventual atratividade econômica não poderia ser aferida apenas pela comparação entre a taxa de juros pactuada e outras alternativas de investimento disponíveis no mercado;
 - (b) o negócio constituiu crédito de aproximadamente R\$15,5 milhões em favor da Emissora, sujeito, em caso de inadimplemento, a vencimento antecipado, juros compensatórios e moratórios, correção monetária e demais encargos contratuais;
 - (c) os valores estariam sendo regularmente pagos e os investidores teriam sido informados acerca da operação; e
 - (d) não teria sido demonstrada vantagem ilícita dos acusados ou prejuízo à Ano Bom ou aos debenturistas, cujos créditos, segundo a defesa, permaneciam amparados pelas garantias da emissão e sujeitos a remuneração superior àquela de investimentos convencionais.
- (i) Quanto à contratação da construtora, os acusados sustentam que:
- (a) não havia prazo determinado para a conclusão do empreendimento e a emissão já contava com garantia real, garantia adicional e conta vinculada;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (b) os atrasos decorreram de circunstâncias alheias à Emissora, relacionadas à obtenção de licenças e registros perante órgãos públicos, riscos que teriam sido expressamente reconhecidos no relatório de classificação de risco; e
 - (c) a contratação antecipada resultou de oportunidade comercial considerada vantajosa, não havendo norma que impedisse a Emissora de contratar a construtora naquele momento ou elemento que permitisse qualificar essa decisão empresarial como indício de fraude.
- (ii) A defesa também contesta a individualização da responsabilidade de Alexandre Klabin e da KL Partners, alegando que:
 - (a) a sociedade teria sido incluída na acusação essencialmente por figurar como acionista da Ano Bom e mutuária no contrato acima referido;
 - (b) Alexandre Klabin não integrava a administração da Ano Bom e sua participação nos fatos teria sido associada, sobretudo, à sua condição de sócio da KL Partners e à atuação em tratativas com a Prefeitura de Barra Mansa; e
 - (c) sua responsabilidade como administrador da KL Partners somente poderia alcançar atos praticados no exercício dessa função, que, segundo a defesa, teve início em 17/04/2018. Invocando o art. 158 da Lei nº 6.404/1976, sustenta que o vínculo societário ou administrativo, desacompanhado da demonstração de conduta própria, culpa ou dolo, não seria suficiente para fundamentar a responsabilização.
- (iii) Por fim, Alexandre Klabin e KL Partners reiteram não estarem presentes os elementos da operação fraudulenta, argumentando que:
 - (i) o contrato de mútuo, celebrado entre duas sociedades privadas, não constituiria, em si, operação no mercado de valores mobiliários;
 - (ii) o instrumento era válido e não configuraria ardil ou artifício;
 - (iii) os investidores teriam tomado conhecimento do mútuo, razão pela qual não teriam sido induzidos ou mantidos em erro; 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

www.cvm.gov.br

(iv) não foi demonstrada finalidade de obtenção de vantagem patrimonial ilícita, prejuízo aos investidores ou dolo dos acusados. Com base nessas razões, requerem, subsidiariamente ao acolhimento das preliminares, a improcedência da acusação e o arquivamento do PAS, bem como a possibilidade de produção de provas pericial, testemunhal e documental suplementar.

Alexandro Pin

99. Preliminarmente, Alexandro Pin⁵² sustenta a nulidade dos atos praticados desde sua intimação na fase investigativa, por violação ao contraditório e à ampla defesa. Alega que a notificação então recebida lhe concedeu apenas três dias para prestar esclarecimentos e reunir documentos relativos à sua atuação como diretor da Ano Bom, embora já estivesse desligado da companhia havia quase dois anos, sem acesso aos documentos internos necessários à sua defesa, circunstância que já seria de conhecimento da área técnica. Sustenta, ainda, que a intimação não teria explicitado suficientemente os fatos que poderiam fundamentar sua responsabilização e que o documento SEI nº 0587227, mencionado pela Acusação ao tratar das contratações de sociedades a ele relacionadas, não constava do conjunto documental inicialmente disponibilizado. Afirma, por fim, que os esclarecimentos e documentos por ele apresentados tempestivamente na investigação não teriam sido juntados ao processo nem considerados na elaboração do Termo de Acusação, de modo que a conclusão de que não teria comprovado a autorização ou publicidade das contratações teria partido da premissa equivocada de ausência de manifestação. Acrescenta que não poderia ser onerado com a apresentação de documentos internos da Ano Bom aos quais já não tinha acesso, cabendo à Acusação produzir prova suficiente dos fatos imputados ou obtê-los junto à própria companhia, seus administradores e debenturistas.

(i) No mérito, Alexandro Pin sustenta que sua atuação na Ano Bom era essencialmente jurídica. Segundo afirma:

⁵² Doc. nº 0796631.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (v) foi contratado para verificar a regularidade documental dos empreendimentos, elaborar e revisar contratos e prestar assessoria jurídica, tendo posteriormente sido convidado a integrar a diretoria;
 - (vi) as decisões empresariais eram tomadas pelos acionistas, cabendo aos diretores formalizá-las, e as operações financeiras ficavam sob responsabilidade de Ricardo Barbosa;
 - (vii) não detinha controle sobre movimentações bancárias, empréstimos ou liberações financeiras, embora acompanhasse a regularidade documental, o andamento dos projetos e os contatos com os responsáveis pela liberação dos recursos da conta vinculada; e
 - (viii) não recebeu da companhia valores além de seu pro labore e da remuneração correspondente aos serviços jurídicos efetivamente prestados.
- (ii) Quanto à Pin Sociedade Individual de Advocacia, o acusado nega a existência de conflito de interesses, alegando que:
- (a) a contratação do escritório ocorreu em outubro de 2016, antes de sua nomeação para a diretoria da Ano Bom, em negociação conduzida diretamente com Alexandre Klabin;
 - (b) os serviços compreenderam a estruturação jurídica da emissão, a análise da aquisição e da alienação fiduciária dos imóveis, a elaboração de contratos relativos às fases de construção, preparação, venda e condomínio e outras atividades jurídicas associadas aos projetos de Barra Mansa e Arco Metropolitano;
 - (c) o escopo foi integralmente executado, inclusive após sua ampliação sem alteração do valor originalmente contratado; e
 - (d) os honorários seriam compatíveis com a extensão e responsabilidade do trabalho, tendo sido regularmente faturados e tributados. Para a defesa, a contratação anterior ao exercício do cargo afastaria a hipótese de utilização da posição de diretor para beneficiar escritório próprio.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

100. Em relação à Ideas Real Estate Empreendimentos Imobiliários S.A., Alexandro Pin sustenta que jamais foi acionista da sociedade e que tampouco exercia função de administração quando foram realizadas as operações questionadas. Segundo os documentos societários apresentados, os pagamentos da Ano Bom à Ideas ocorreram em 15/02/2017 e 06/03/2017, ao passo que o acusado somente foi eleito diretor jurídico da companhia em 25/05/2017, para auxiliar na regularização documental necessária à sua posterior alienação, tendo renunciado em 15/08/2017. Assim, argumenta que não mantinha vínculo societário ou administrativo com a Ideas quando celebrados os negócios com a Ano Bom e que a premissa fática adotada pela Acusação – de que teria contratado sociedade da qual era sócio – seria incorreta.

(iii) Argumento semelhante é apresentado quanto à Absolute Value Advisers S.A. O acusado afirma que:

- (e) nunca foi acionista da sociedade;
- (f) exerceu apenas o cargo de diretor entre 03/05/2017 e 25/09/2017;
- (g) sua renúncia foi posteriormente deliberada em assembleia de 09/10/2017 e levada a registro dentro do prazo previsto no art. 36 da Lei nº 8.934/1994, razão pela qual seus efeitos retroagiriam à data do ato; e
- (h) o pagamento de R\$639.319,00 questionado pela Acusação decorreu de nota fiscal emitida em 30/10/2017, quando já não exercia função na Absolute. Sustenta, por isso, que também nesse caso inexistiria contratação, em nome da Ano Bom, de sociedade da qual fosse sócio ou administrador à época do negócio.

101. A defesa destaca, ainda, que Alexandro Pin exerceu formalmente a diretoria da Ano Bom entre o final de 2016 e setembro de 2017, mas afirma que manifestou intenção de se desligar já entre fevereiro e março de 2017, ao tomar conhecimento de que as debêntures seriam adquiridas por veículos ligados a regimes de previdência, contexto que não integraria o escopo originalmente apresentado quando de sua contratação. Segundo relata, a formalização da saída foi postergada pelos acionistas, levando-o a apresentar renúncia por escrito em 14/09/2017, posteriormente objeto de AGE de 20/09/2017. Acrescenta que, desde



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

que manifestou a intenção de deixar a companhia, não teria participado das decisões empresariais relevantes, permanecendo formalmente no cargo por demora na substituição e no registro dos atos societários.

(iv) Por fim, Alexandre Pin nega qualquer participação em operação fraudulenta. Sustenta que:

- (i) não empregou ardil ou artifício, não induziu terceiros em erro e não obteve ou proporcionou vantagem patrimonial ilícita;
- (j) não participou do mútuo concedido à KL Partners ou de outras movimentações financeiras que, segundo a própria narrativa acusatória, teriam beneficiado os acionistas;
- (k) inexistia prova de atuação concertada sua com os demais acusados; e
- (l) sua decisão de se afastar teria sido motivada, entre outros fatores, pelo desconhecimento do mercado envolvendo RPPS e da regulamentação da CVM, pelas negociações entre Ano Bom e KL Partners, pelas divergências entre os laudos imobiliários e pela impossibilidade de fiscalizar as movimentações bancárias. Na sua visão, eventual fraude praticada no âmbito da operação teria sido conduzida por outros participantes, sem contribuição direta ou indireta de sua parte.

Planner Trustee, Planner Corretora e Artur Martins de Figueiredo

102. Planner Trustee, Planner Corretora e Artur Martins de Figueiredo apresentaram defesa conjunta⁵³. Preliminarmente, suscitam a nulidade do PAS por cerceamento de defesa, alegando que: (i) diversos documentos expressamente mencionados e utilizados para fundamentar o Termo de Acusação não teriam sido incorporados aos autos do processo sancionador; (ii) embora tenham requerido, em 12/04/2019, a juntada desses documentos, foi-lhes apenas concedida vista, por dez dias, de outros procedimentos conduzidos pela SRE, providência que, segundo a defesa, não supriria a deficiência da instrução; e (iii) sendo os documentos elementos de prova em que se funda a pretensão punitiva, sua ausência dos autos

⁵³ Doc. nº 0796717.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

impediria o pleno exercício do contraditório e da ampla defesa. Requerem, por isso, a declaração de nulidade do processo e sua devolução à SRE e à SIN para adequada instrução.

(i) No mérito, a Planner Trustee contesta, inicialmente, as irregularidades relacionadas ao Imóvel I, sustentando que:

- (a) as matrículas nº 4.609, 10.604 e 10.841 diziam respeito ao mesmo imóvel, tendo as alterações de numeração decorrido do desmembramento e do georreferenciamento da área;
- (b) jamais teria havido dúvida quanto à identificação material do terreno destinado ao empreendimento e oferecido em garantia, que também estaria individualizado no laudo da York; e
- (c) os debenturistas foram esclarecidos sobre a alteração da matrícula na AGD de 08/05/2017, tendo as mesmas informações sido posteriormente prestadas à CVM. Não teria existido, portanto, erro informacional apto a colocar em risco a garantia dos debenturistas.

(ii) Em relação ao Imóvel II, a defesa reconhece que a garantia não chegou a ser constituída, mas atribui o descumprimento exclusivamente à Ano Bom. Argumenta que:

- (a) a garantia era condicional e somente se tornou exigível quando as integralizações ultrapassaram R\$20 milhões;
- (b) uma vez constatada a inadimplência, a Planner Trustee notificou extrajudicialmente a Emissora, em 20/07/2018, e submeteu aos debenturistas a possibilidade de vencimento antecipado;
- (c) as AGDs optaram, sucessivamente, por não antecipar a dívida e conceder novos prazos para regularização; e
- (d) a Ano Bom protocolou, em 10/08/2018, o instrumento de alienação fiduciária perante o registro imobiliário, cujo registro permaneceu pendente em razão de exigências cartorárias, acompanhadas pelo agente fiduciário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

103. A Planner Trustee acrescenta que as medidas adotadas posteriormente resultaram, em 15/04/2019, na celebração de Termo de Entendimentos e Outras Avenças e de Termo de Garantias Adicionais, que previram, entre outras providências, cronograma para restituição dos recursos transferidos à KL Partners, aval de Alexandre Klabin e nova garantia imobiliária. Para a defesa, não seria possível responsabilizar o agente fiduciário pela própria inadimplência da Emissora, sob pena de transformá-lo em coobrigado pelas obrigações assumidas na Escritura.

(iii) Quanto ao mútuo concedido à KL Partners, a Planner Trustee sustenta que o Termo de Acusação lhe atribuiria dever de investigação mais amplo do que aquele previsto na Instrução CVM nº 583/2016. Alega, nesse sentido, que:

- (a) compete ao emissor fornecer ao agente fiduciário as informações necessárias ao exercício de suas funções;
- (b) o dever previsto no art. 11, VII, da Instrução CVM nº 583/2016 seria de acompanhar as informações periódicas e alertar os investidores sobre inconsistências ou omissões de que tenha conhecimento, e não de fiscalizar os atos de gestão da emissora; e
- (c) a própria CVM, no processo de edição da norma, teria rejeitado proposta que atribuía ao agente fiduciário o dever de verificar a veracidade de todas as informações prestadas pelo emissor, restringindo essa obrigação, quanto à escritura, às informações relativas às garantias e à consistência das demais informações.

104. No caso concreto, afirma ter se baseado em declaração fornecida pela própria Ano Bom, em 16/04/2018, segundo a qual os recursos haviam sido empregados nas finalidades previstas na emissão e, até o final de 2017, R\$18.865.533,00 haviam sido utilizados, restando R\$17.134.467,00 a alocar. Como a existência do mútuo não teria sido revelada pela Emissora e não haveria, até então, elemento que indicasse a falsidade ou incompletude dessa declaração, a Planner Trustee sustenta não lhe ser exigível proceder a investigação autônoma dos registros contábeis da companhia. Acrescenta que eventual interpretação em sentido diverso



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

representaria inovação no padrão de conduta exigível do agente fiduciário e não poderia ser aplicada retroativamente, em atenção à segurança jurídica e ao princípio da não-surpresa.

(iv) A Planner Trustee também contesta as conclusões relativas à garantia constituída em favor da Prefeitura de Barra Mansa e à redução da área loteável, argumentando que:

- (a) a caução dos 33 lotes foi aprovada pelos debenturistas na AGD de 08/05/2017 e tinha caráter temporário, destinando-se a viabilizar as obras de infraestrutura do próprio empreendimento;
- (b) por constituir evento superveniente, não poderia constar da Escritura original;
- (c) a redução da área loteável somente chegou ao conhecimento do agente fiduciário com a divulgação das demonstrações financeiras de 2017 e foi comunicada aos debenturistas na AGD de 19/04/2018; e
- (d) os investidores não entenderam que a alteração lhes causasse prejuízo e passaram a receber relatórios e informações periódicas sobre o andamento do projeto. Nessa perspectiva, a ausência de menção específica à redução dos lotes no relatório anual não revelaria violação dos deveres de boa-fé, transparência ou lealdade.

(v) Por fim, a Planner Trustee nega qualquer participação em operação fraudulenta, sustentando que:

- (a) as eventuais irregularidades praticadas pela Ano Bom ensejaram, ao contrário, atuação do agente fiduciário em defesa dos debenturistas, tendo sido realizadas, desde o início de seu mandato, 15 AGDs e expedidas diversas notificações à Emissora;
- (b) a tese de conluio estaria fundada, essencialmente, na suspeita de que determinadas assembleias não teriam ocorrido, extraída do extravio do livro de presença, sem prova de falsidade das respectivas atas;
- (c) eventuais falhas no cumprimento de deveres próprios do agente fiduciário não demonstrariam, por si sós, adesão consciente a esquema fraudulento; 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

www.cvm.gov.br

- (d) não foram identificados ardil ou artifício empregados pela Planner Trustee, indução de terceiros em erro, vantagem patrimonial ilícita ou dolo dirigido à prática da fraude.
- (vi) A Planner Corretora, acusada de descumprir o art. 90, inciso X, da Instrução CVM nº 555/2014 na qualidade de administradora fiduciária do Illuminati, sustenta que a Acusação atribui extensão indevida ao seu dever de fiscalização. Argumenta que:
 - (a) as decisões de investimento competiam exclusivamente à Fornax, responsável pela gestão da carteira;
 - (b) ao administrador caberia fiscalização a posteriori da aderência da atuação do gestor ao regulamento do fundo e à regulamentação aplicável, sem revisão prévia do mérito de cada decisão de investimento; e
 - (c) esse entendimento estaria refletido no Ofício-Circular/CVM/SIN nº 10/2013 e em precedentes do Colegiado, entre eles os PAS CVM nº RJ2012/6987, RJ2012/12201 e RJ2015/12087.

105. A defesa acrescenta que o dever de fiscalização constituiria obrigação de meio, e não de resultado, de modo que a posterior identificação de problemas no ativo não permitiria presumir falha do administrador fiduciário. Invoca, nesse sentido, precedentes em que o Colegiado afastou a responsabilização automática do administrador pelos desvios praticados por terceiros e sustenta que seria necessário examinar concretamente as diligências por ele adotadas.

- (vii) No caso do Illuminati, a Planner Corretora afirma que:
 - (d) a aquisição das debêntures não contrariava o regulamento do fundo e atendia aos respectivos critérios de elegibilidade;
 - (e) a referência da Acusação a documentos “eivados de erros” estaria baseada essencialmente nas divergências quanto ao número da matrícula do Imóvel I, que, segundo a defesa da Planner Trustee, não configurariam erro; e
 - (f) as atas das AGDs e os relatórios do agente fiduciário já refletiam os problemas surgidos no empreendimento, não sendo indicado pela Acusação quais



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

esclarecimentos adicionais deveriam ter sido solicitados à Fornax ou de que forma tais providências poderiam ter alterado a situação do fundo.

- (viii) Artur Martins de Figueiredo, por sua vez, sustenta a inépcia da acusação individual formulada contra si. Embora reconheça que a designação de um diretor responsável tenha por finalidade concentrar atribuições e estimular a adoção de controles adequados, argumenta que:
- (a) sua responsabilidade permanece subjetiva e depende da demonstração de ação ou omissão própria relacionada à irregularidade;
 - (b) o Termo de Acusação teria se limitado a responsabilizá-lo em conjunto com a Planner Corretora por ocupar a função de diretor responsável, sem indicar qual dever teria pessoalmente descumprido;
 - (c) sequer teria sido questionado, no curso da investigação, sobre as providências e controles adotados para supervisionar os prestadores de serviços dos fundos administrados; e
 - (d) admitir sua responsabilização apenas em razão do cargo equivaleria à imposição de responsabilidade objetiva.

Fornax e Fábio Barbosa

106. Fornax e Fábio Barbosa apresentaram defesa conjunta⁵⁴, sustentando, inicialmente, não estarem presentes os elementos necessários à caracterização de operação fraudulenta.

- (i) Argumentam que:
- (e) não houve emprego, pelos acusados, de ardil ou artifício, que, à luz dos precedentes invocados, pressuporia condutas inequivocamente fraudulentas, como falsificação ou adulteração de documentos, triangulações ou utilização consciente de ativos superavaliados; (ii) não foi demonstrado que qualquer conduta sua tenha induzido ou mantido terceiros em erro, nem o nexo causal entre sua atuação e eventual erro dos cotistas dos fundos; e (iii) não houve

⁵⁴ Doc. nº 0796688.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

finalidade de obtenção de vantagem patrimonial ilícita, tampouco demonstração do dolo necessário à infração, não sendo possível converter eventual falta de diligência em operação fraudulenta.

(ii) Quanto à alegada vantagem patrimonial, afirmam que:

- (a) os benefícios identificados pela Acusação, especialmente aqueles relacionados ao mútuo com a KL Partners e às contratações realizadas pela Emissora, teriam favorecido exclusivamente terceiros com os quais os defendentes negam possuir qualquer relação comercial, institucional, financeira, pessoal ou familiar;
- (b) eventual deterioração das debêntures prejudicaria a própria remuneração da gestora, pois os regulamentos dos dois fundos previam taxas de performance vinculadas à superação de seus respectivos benchmarks; e
- (c) suas declarações de imposto de renda, disponibilizadas à CVM, demonstrariam não ter ocorrido incremento irregular de renda ou patrimônio. Nessa perspectiva, sustentam que, se terceiros efetivamente utilizaram a Oferta para praticar fraude, os próprios defendentes estariam entre os agentes por ela prejudicados.

107. No que se refere à diligência, a defesa sustenta que o dever previsto no art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014 constitui obrigação de meio, e não de resultado, devendo a conduta do gestor ser apreciada a partir das informações disponíveis quando da decisão, e não à luz dos acontecimentos posteriores. Invocando a *business judgment rule* e precedentes da CVM, argumenta que o exame deve recair sobre o processo decisório, que, no caso, teria sido informado, refletido e desinteressado, admitindo-se, inclusive, que o gestor se apoie criticamente em pareceres, estudos e trabalhos elaborados por especialistas.

(iii) Segundo os defendentes, a decisão de adquirir as debêntures foi precedida de parecer de crédito próprio⁵⁵, no qual se consideraram, entre outros elementos:

- (d) o baixo risco de crédito indicado por agência especializada;

⁵⁵ Doc. nº 0796689.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (e) as garantias da emissão, respaldadas por laudos de avaliação;
 - (f) o estudo de viabilidade econômica e as projeções de vendas do empreendimento; e
 - (g) a remuneração de 8,5% ao ano, acrescida de IPCA. Acrescentam que a operação contava com alienações fiduciárias, cessão dos recebíveis e da conta vinculada e fundo de reserva, além da participação de prestadores de serviços então reputados e relevantes no mercado, entre eles o agente fiduciário e a agência classificadora de risco. A Fornax teria analisado, ainda, os documentos da Oferta, informações societárias e financeiras da Emissora, o laudo da York, a opinião legal e o relatório de rating.
- (iv) A defesa contesta, nesse contexto, a conclusão de que a Fornax teria desconsiderado o Ofício-Circular/CVM/SIN nº 6/2014, alegando que:
- (a) as orientações ali previstas deveriam ser adaptadas às circunstâncias concretas de cada investimento;
 - (b) por se tratar de companhia pré-operacional, parte das informações históricas indicadas no Ofício-Circular simplesmente não existia ou não era aplicável; e
 - (c) a natureza e a finalidade da operação eram claras, ao passo que as garantias foram consideradas suficientes e exequíveis.

108. Sustenta, ainda, que o reduzido capital social da Ano Bom não constituía sinal de irregularidade ou falta de compromisso, pois estruturas semelhantes seriam comuns em operações de project finance, inexistindo capital mínimo para acesso ao financiamento por debêntures e a limitação anteriormente prevista no art. 60 da Lei nº 6.404/1976 havia sido revogada em 2011. Ressalta, também, que os fundos eram destinados a investidores qualificados, aptos a assumir riscos superiores aos do público em geral.

- (v) Em relação às garantias, os defendentes argumentam que:
- (a) a obrigação de constituir a garantia sobre o Imóvel II somente surgiu em 30/03/2017, quando as integralizações superaram R\$20 milhões, tendo a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Fornax posteriormente acompanhado sua regularização e participado das AGDs que concederam prazos adicionais à Emissora;

- (b) o suposto conflito envolvendo o Imóvel I não constava de sua matrícula quando da aquisição, razão pela qual não poderia ter sido identificado pela gestora, que também havia recebido do agente fiduciário declaração, datada de 30/03/2017, de que a alienação fiduciária estava regularmente constituída; e
- (c) as divergências referentes ao número da matrícula teriam sido solucionadas por aditamento anterior às subscrições realizadas pelos fundos e, portanto, não representariam risco aparente à operação.

109. A defesa ressalta, ainda, que a Fornax não participou da AGD de 08/05/2017, na qual teria sido autorizada a caução de lotes em favor da Prefeitura de Barra Mansa. Segundo afirma, o Illuminati foi representado naquela assembleia pela Planner Corretora e o Sculptor sequer compareceu, embora a respectiva ata registrasse a presença da totalidade dos debenturistas. Desse modo, a gestora sustenta que não tomou conhecimento, naquela oportunidade, da garantia municipal posteriormente destacada pela Acusação.

(vi) No que diz respeito ao estudo da York, os acusados sustentam que a Fornax não possuía especialização em avaliação imobiliária e poderia, por isso, valer-se do trabalho de terceiro especializado, desde que o examinasse criticamente. Nesse sentido, alegam que:

- (d) o laudo indicava ter sido elaborado de acordo com a NBR nº 14.653;
- (e) a York considerou 14 empreendimentos, com preços entre R\$249,00 e R\$972,00 por metro quadrado, e, por método comparativo, chegou a intervalo de R\$333,00 a R\$496,00, adotando R\$450,00 como preço de negociação;
- (f) o limite inferior desse intervalo estava próximo dos valores encontrados nos demais estudos, ao passo que a York utilizara amostra mais ampla; e
- (g) a avaliadora era empresa especializada e registrada na CVM, inexistindo, à época, motivo que justificasse desconsiderar suas conclusões.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

110. A Fornax também contesta a referência da Acusação à quantidade de ativos de crédito privado na carteira do Illuminati. Sustenta que a regulamentação dos FIDC exigia que ao menos 50% de seu patrimônio fosse representado por direitos creditórios, admitindo-se que a carteira fosse integralmente composta por créditos privados, desde que observados os requisitos regulamentares. Afirma, assim, que o fundo permaneceu enquadrado durante todo o período de sua gestão e que a Acusação não teria explicado a relação entre essa composição e a alegada fraude. Acrescenta que as debêntures correspondiam a aproximadamente 8% do patrimônio do Illuminati e 7% do Sculptor e, considerados os mais de R\$700 milhões então sob gestão da Fornax, representavam cerca de 5% de seu patrimônio total sob gestão, o que evidenciaria diversificação e ausência de concentração excessiva.

(vii) Quanto ao monitoramento posterior, a defesa afirma que a Fornax:

- (h) acompanhava periodicamente os ativos de crédito privado, inclusive por meio dos relatórios elaborados pelo agente fiduciário;
- (i) procurou incentivar a Ano Bom a tornar-se companhia aberta, visando ampliar a transparência e o acesso às suas informações; e
- (j) contratou assessor jurídico externo especializado para elaborar checklist das pendências da emissão, posteriormente comunicadas ao agente fiduciário.

(viii) A defesa reconhece que, depois da aquisição, foram identificados descumprimentos relativos à entrega das demonstrações financeiras, à atualização do rating e ao registro da alienação fiduciária do Imóvel II, mas sustenta que a opção por não declarar o vencimento antecipado constituiu decisão legítima de gestão. Argumenta que:

- (a) o vencimento antecipado constitui direito, e não obrigação dos debenturistas;
- (b) sua adoção pode ser custosa, demorada e produzir resultado econômico inferior à renegociação, especialmente quando o emissor não dispõe de recursos para quitar imediatamente a dívida; e
- (c) não caberia ao regulador substituir, a posteriori, a avaliação profissional do gestor quanto à estratégia mais adequada para preservar o investimento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

111. Especificamente quanto ao Imóvel II, a Fornax afirma que as prorrogações foram concedidas por prazo determinado e condicionadas ao cumprimento de obrigações específicas pela Emissora, incluindo a apresentação dos registros e protocolos necessários e posterior consolidação dos documentos da emissão. Segundo a defesa, tratava-se de tentativa de preservar o valor do ativo antes de recorrer à execução das garantias e ao Poder Judiciário, alternativa que poderia retardar e tornar ainda mais incerto o retorno dos investidores.

(ix) Os defendentes sustentam, ainda, que não existem provas ou indícios graves, convergentes e individualizados capazes de sustentar a imputação. Na sua leitura:

- (d) o único indício concretamente associado à Fornax seria a suposta falta de diligência na aquisição e no monitoramento das debêntures e na concessão dos waivers;
- (e) não foi demonstrado vínculo entre sua atuação e o resultado fraudulento alegado; e
- (f) haveria contradição em utilizar uma suposta falta de diligência como indício de fraude, pois, se o gestor agiu culposamente, faltaria o dolo exigido para a operação fraudulenta e, se aderiu intencionalmente à fraude, incumbiria à Acusação comprovar essa circunstância. Invocando a presunção de inocência e os princípios da pessoalidade e da individualização da sanção, sustentam que a dúvida ou a insuficiência dos indícios deve favorecer os acusados.

(x) A defesa também critica o destaque atribuído, ao longo da Acusação, à presença de RPPS entre os cotistas dos fundos. Alega que:

- (a) haveria indevida presunção de culpa em relação aos agentes de mercado que mantêm relações comerciais com RPPS, percepção que, em sua visão, também teria permeado a Audiência Pública SDM nº 03/2018; e
- (b) a proposta de encaminhamento dos fatos ao Ministério Público, formulada antes da apresentação das defesas, revelaria uma conclusão previamente formada sobre a natureza ilícita da operação. Para os acusados, a presença de RPPS entre os investidores não poderia constituir, por si só, indício de participação da gestora em fraude.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (xi) Em reforço à alegada diligência, os defendentes invocam o histórico institucional da Fornax, constituída em 2009 e dedicada, a partir de 2013, à gestão de fundos multimercado, estruturados e de renda fixa. Destacam que:
- (a) a gestora chegou a administrar patrimônio superior a R\$700 milhões;
 - (b) recebeu, entre 2011 e 2017, avaliações de diferentes agências de classificação de risco, incluindo ratings brA, AM3-, QG3 e LFg3, e avaliação da Fitch Ratings que teria considerado seus controles e procedimentos consistentes e adequados;
 - (c) adotava processo de avaliação por diferentes agências com o propósito de submeter seus controles a avaliações independentes; e
 - (d) posteriormente se transformou em sociedade anônima, passou a ter demonstrações financeiras auditadas e incorporou membro independente ao Conselho de Administração. Contestam, nesse contexto, a tentativa da Acusação de identificar um modus operandi a partir de outra oferta de debêntures então investigada pela CVM, relativa à EBPH Participações S.A., ressaltando que aquele procedimento ainda não havia sido julgado e, portanto, não poderia demonstrar padrão de conduta irregular.
- (xii) Especificamente em relação a Fábio Barbosa, a defesa sustenta que sua responsabilização não poderia decorrer automaticamente da imputação formulada contra a Fornax. Argumenta que:
- (a) embora o diretor responsável constitua centro de imputação das obrigações regulatórias, sua responsabilidade permanece pessoal e subjetiva;
 - (b) caberia à Acusação demonstrar qual ação ou omissão individual teria contribuído para a fraude, não sendo suficiente a mera condição de diretor responsável pela administração de carteiras; e
 - (c) o Termo de Acusação não teria individualizado sua participação em qualquer dos elementos da operação fraudulenta, limitando-se a presumir que, em razão do cargo, conhecia e participava dos atos atribuídos à gestora.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

112. A defesa acrescenta que, ainda que se admitisse alguma irregularidade institucional da Fornax, Fábio teria empregado esforços razoáveis para assegurar o cumprimento da regulamentação, inclusive mediante manutenção de controles internos e contratação de assessoria jurídica especializada. Ressalta, ainda, que Fábio não representava os fundos nem figurava como signatário das atas de AGD e que não possuía vínculo societário, comercial, pessoal ou familiar com os terceiros apontados como beneficiários da suposta fraude, tampouco teria auferido qualquer vantagem patrimonial com a operação. Para os defendentes, a imputação formulada equivaleria, assim, à transformação de responsabilidade subjetiva em responsabilidade objetiva.

113. Por fim, os acusados registram ter apresentado, em procedimento apartado, proposta de termo de compromisso, com fundamento na Deliberação CVM nº 390/2001, ressaltando expressamente que a iniciativa não importaria reconhecimento das imputações nem prejudicaria os argumentos desenvolvidos na defesa. Requerem, ao final, a improcedência integral da acusação e sua absolvição.

Gradual

114. Em sede de defesa, a Gradual CCTVM S.A.⁵⁶, então em liquidação extrajudicial, postula que a Acusação teria partido do entendimento de que: (i) as debêntures da Ano Bom, embora formalmente emitidas de acordo com a regulamentação, integrariam esquema destinado a direcionar recursos de RPPS a emissores sem capacidade de honrar suas obrigações; (ii) a posterior alienação das debêntures pelo Sculptor a outros fundos teria servido para conferir aparência de regularidade às operações; e (iii) gestores e administradores teriam utilizado a transferência dos ativos para outros fundos investidos, direta ou indiretamente, por RPPS ou entidades fechadas de previdência complementar como estratégia para dificultar a apuração dos fatos. A Gradual sustenta, contudo, não ter contribuído para qualquer dessas condutas.

115. No mérito, a defesa concentra-se nos efeitos da liquidação extrajudicial decretada pelo Banco Central em 22/05/2018. Argumenta que: (i) a liquidação extrajudicial constitui regime

⁵⁶ Doc. nº 0717575.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

administrativo especial voltado à extinção da instituição, à apuração de seus ativos e passivos, à realização do patrimônio e ao pagamento dos credores, além da apuração de responsabilidades dos antigos administradores; (ii) a instauração desse regime inauguraria situação jurídica distinta daquela da instituição in bonis, não sendo adequado imputar à massa liquidanda responsabilidade por condutas praticadas anteriormente; e (iii) todas as irregularidades narradas no PAS seriam anteriores à decretação da liquidação, de modo que eventual condenação da própria Gradual apenas agravaria sua situação patrimonial e, por consequência, prejudicaria os credores submetidos ao procedimento liquidatório.

Argus e Maria Christina Maciel

116. Preliminarmente, a Argus e Maria Christina Maciel⁵⁷ requerem o reconhecimento da conexão deste PAS com os processos sancionadores relativos às emissões de debêntures da EBPH Participações S.A. e da Venture Capital Participações e Investimentos S.A., argumentando que: (i) os três processos têm por objeto a atuação da mesma agência de classificação de risco em ofertas realizadas sob a Instrução CVM nº 476/2009; (ii) discutem, em essência, a metodologia utilizada pela Argus e os procedimentos adotados na elaboração dos respectivos relatórios; e (iii) o julgamento separado poderia conduzir a decisões conflitantes sobre os mesmos procedimentos internos e critérios metodológicos. Requereram, por isso, a distribuição dos três processos ao mesmo relator e seu julgamento conjunto.

- (i) No mérito, as defendentes sustentam, inicialmente, que a Acusação teria partido de premissa equivocada ao considerar aplicável à emissão metodologia destinada a operações de risco corporativo. Segundo afirmam:
- (d) a Argus classificou a emissão como operação estruturada, porque os recursos seriam destinados a empreendimento imobiliário específico, cujo fluxo de recebíveis serviria ao pagamento das debêntures;
 - (e) a estrutura se aproximaria de um financiamento de projeto, em que a capacidade de pagamento decorre primordialmente dos ativos e fluxos do próprio empreendimento; e

⁵⁷ Docs. nº 0796834 e 0796836.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (f) essa classificação justificaria concentrar a análise na qualidade da estruturação, nos ativos subjacentes, nas garantias e nos agentes envolvidos, e não no histórico econômico-financeiro geral da Ano Bom, como ocorreria em operação de risco corporativo.
- (ii) A defesa acrescenta que a metodologia de operações estruturadas não estaria restrita a securitizações ou a sociedades constituídas formalmente como SPE. Argumenta que:
- (a) o próprio documento metodológico da Argus inclui debêntures entre os instrumentos passíveis de análise segundo essa metodologia;
 - (b) o art. 17, §1º, da Instrução CVM nº 521/2012 também menciona debêntures entre os títulos considerados produtos estruturados; e
 - (c) a característica relevante seria a vinculação do pagamento da dívida aos ativos e recebíveis do empreendimento, presente no caso em razão da cessão fiduciária dos créditos provenientes da comercialização dos lotes. Nessa perspectiva, a circunstância de a Ano Bom exercer outras atividades ou não ser uma SPE não afastaria o caráter estruturado da emissão.
117. A Argus sustenta que o relatório definitivo observou integralmente essa metodologia. Afirma ter analisado os cinco fatores de risco nela previstos – instrumentos legais, qualidade da estruturação, ativos subjacentes, garantias complementares e agentes – e que cada um deles encontraria correspondência nas informações efetivamente examinadas no relatório. Acrescenta que recebeu projeções de fluxo de caixa elaboradas pela Emissora, submeteu-as a testes de estresse e concluiu que o empreendimento poderia gerar receitas em montante superior ao valor da emissão, tendo a nota A- resultado da avaliação conjunta desses elementos.
- (iii) A defesa contesta, ainda, a utilização pela Acusação de versão preliminar do relatório de rating. Argumenta que:
- (d) relatórios preliminares são documentos de trabalho, sujeitos a alterações a partir de comentários do emissor, do estruturador e do próprio Comitê de Rating;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (e) a versão considerada pela área técnica não correspondia necessariamente àquela disponível quando da primeira subscrição, pois foram produzidas sucessivas versões até a emissão do relatório definitivo; e
- (f) a versão encaminhada à Orla em novembro de 2016 tinha prazo de validade de 30 dias e já havia expirado quando da subscrição pelo Illuminati, em 27/01/2017.

118. Segundo as defendentes, a primeira nota BBB+ foi definida pelo Comitê de Rating em 29/11/2016, mas permaneceu sujeita à confirmação das informações e documentos definitivos da operação. Posteriormente, com o recebimento de novos documentos e esclarecimentos, o relatório definitivo, emitido em 29/03/2017, atribuiu nota A-. A defesa sustenta, assim, que não seria adequado imputar à agência inconsistências existentes em minutas preliminares que poderiam e deveriam ser corrigidas antes da emissão do documento final.

(iv) Quanto aos procedimentos adotados, a Argus afirma possuir processo estruturado de classificação, no qual:

- (g) um analista-relator reúne-se com o emissor ou estruturador, solicita e examina documentos e informações e realiza testes de estresse;
- (h) o resultado é submetido a Comitê de Rating, que delibera sobre a nota e pode solicitar esclarecimentos adicionais;
- (i) o relatório preliminar é encaminhado ao estruturador para conferência de dados objetivos e incorporação de documentos definitivos; e
- (j) somente depois dessa etapa é emitido o relatório final, assinado e divulgado. Sustenta que esse procedimento foi integralmente observado no caso da Ano Bom.

(v) Em relação às informações sobre as garantias, as defendentes argumentam que:

- (a) o relatório preliminar deixava claro que determinadas informações ainda deveriam ser confirmadas por documentos definitivos;
- (b) o relatório final identificou tanto o Imóvel I quanto o Imóvel II, inclusive seus valores de mercado e de liquidação forçada;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (c) a agência recebeu contratos e documentos da operação que indicavam a constituição ou futura constituição das garantias e poderia, razoavelmente, confiar nas declarações dos participantes responsáveis por sua estruturação e formalização; e
 - (d) não caberia a uma agência de rating realizar auditoria jurídica própria ou reproduzir o trabalho de advogados, agentes fiduciários, cartórios e demais especialistas envolvidos na emissão.
- (vi) Especificamente quanto à matrícula do Imóvel I, a defesa sustenta que a informação constante do relatório definitivo foi fornecida pelo estruturador e reproduzida nos próprios documentos da Oferta. Afirma que:
- (a) a agência havia sido informada de que a matrícula nº 10.604 decorria de registro anterior e que, após desmembramentos, a documentação da emissão passou a indicar a matrícula nº 4.609;
 - (b) toda a cadeia documental então apresentada pelos participantes da operação apontava para o mesmo imóvel; e
 - (c) eventual inexatidão do número da matrícula, transmitida à agência pelos responsáveis pela estruturação, não demonstraria falta de procedimento ou controle interno da Argus, muito menos intenção de induzir investidores em erro.

119. A defesa também rejeita a afirmação de que teriam sido negligenciados o histórico da Ano Bom e a experiência de seus administradores. Sustenta que as versões finais do relatório passaram a incluir informações sobre a experiência profissional dos responsáveis pelo empreendimento e que a ausência de histórico operacional da própria Emissora era compatível com sua condição de sociedade recém-constituída para desenvolver projeto específico. Do mesmo modo, afirma que o relatório registrava expressamente riscos associados ao licenciamento ambiental, à conjuntura econômica, à implementação do empreendimento e à comercialização dos lotes.

120. Quanto à visita de due diligence, as defendentes sustentam que a metodologia não exigia inspeção física do empreendimento e que, dadas as características do ativo, a análise



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

poderia ser realizada com fotografias, imagens de satélite, documentos e demais informações disponíveis. Acrescentam que a função de uma agência de classificação de risco não seria auditar presencialmente cada informação fornecida pelos demais participantes da Oferta, mas formar opinião independente a partir de fontes que razoavelmente pudesse considerar confiáveis.

(vii) As defendentes também refutam a conclusão de que a nota A- teria sido “artificialmente otimista”. Alegam que:

- (d) a classificação resultou da metodologia aplicável às operações estruturadas e da ponderação conjunta dos fatores de risco e mitigadores identificados;
- (e) o art. 36 da Instrução CVM nº 521/2012 assegurava independência à agência para definir o conteúdo de suas classificações, vedando interferência no mérito da opinião emitida; e
- (f) a divergência da área técnica quanto ao peso atribuído a determinados riscos ou quanto à metodologia escolhida não poderia, por si só, caracterizar infração ao art. 10, II, da mesma Instrução.

121. A defesa sustenta, nessa linha, que a regulamentação das agências de rating, tanto no Brasil quanto em outras jurisdições, preserva sua independência analítica, mencionando os regimes norte-americano e europeu. Segundo argumenta, ao regulador compete fiscalizar a existência de metodologias, procedimentos e controles adequados, mas não substituir o juízo técnico da agência nem determinar qual nota deveria ter sido atribuída. Para as defendentes, as alegações da Acusação representariam justamente essa interferência, ao avaliar como excessivamente otimista uma classificação produzida segundo metodologia previamente estabelecida e regularmente aplicada.

(viii) A Argus alega, ainda, que sua atuação esteve em linha com os padrões normalmente exigidos de agências classificadoras. Argumenta que:

- (g) a Instrução CVM nº 521/2012 utiliza conceitos abertos, como a obrigação de adotar “providências” para evitar informações capazes de induzir o usuário a erro, sem detalhar os procedimentos concretos exigíveis;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (h) à época dos fatos, a CVM não havia expedido orientações específicas sobre o nível de diligência esperado das agências, diferentemente do que fazia com outros participantes do mercado; e
- (i) não seria possível sancioná-la, retroativamente, com base em padrão de conduta não previamente definido ou comunicado pelo regulador.

122. Nesse contexto, a defesa observa que, em outros procedimentos de supervisão envolvendo agências de classificação de risco, a CVM teria adotado abordagem educativa, concedendo prazo para adequação de procedimentos. A própria Argus, segundo afirma, somente recebeu seu primeiro ofício de alerta após a edição da Deliberação CVM nº 796/2018, oportunidade em que apresentou os esclarecimentos solicitados e promoveu ajustes. Sustenta que o tratamento mais gravoso dispensado no presente caso configuraria desigualdade de tratamento e afronta à segurança jurídica.

123. As defendentes ressaltam, ainda, que a prática internacional admite que agências de rating se apoiem em informações fornecidas por emissores, estruturadores, auditores, advogados e demais especialistas, sem necessidade de realizar auditoria independente de cada dado recebido. Afirmam que o relatório do IOSCO sobre agências de classificação de risco também esclareceria não ser exigível a verificação de todas as informações prestadas pelos emissores. Assim, na ausência de indícios concretos de falsidade, a Argus poderia confiar nos documentos e declarações fornecidos pelos participantes da Oferta e aprofundar sua diligência apenas quando identificasse inconsistência ou sinal de alerta.

124. Em relação a Maria Christina Maciel, a defesa sustenta que sua responsabilização decorre exclusivamente da condição de diretora responsável pela atividade de classificação de risco, nos termos do art. 3º, inciso III, da Instrução CVM nº 521/2012. Afirma que os argumentos apresentados em relação à regularidade dos procedimentos e da metodologia da Argus aproveitam integralmente à diretora, não havendo, ademais, individualização de qualquer conduta própria que pudesse fundamentar sua responsabilização pessoal.

- (ix) As defendentes alegam, por fim, já terem sido indevidamente penalizadas pelos mesmos fatos em razão da Proibição Temporária imposta pela Deliberação CVM nº 796/2018. Sustentam que:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (j) A medida impediu a Argus de emitir novas classificações de risco em ofertas submetidas à Instrução CVM nº 476/2009, então responsáveis por parcela relevante de sua atividade;
- (k) embora denominada cautelar, produziu efeitos econômicos e reputacionais concretos durante período prolongado, obrigando a agência a recusar novos trabalhos, interromper negociações e abrir mão de receitas; e
- (l) tais efeitos decorreram precisamente da mesma suposta falta de diligência que fundamenta este PAS.

125. A defesa destaca que o Colegiado concedeu efeito suspensivo ao recurso interposto contra a Deliberação nº 796/2018, reconhecendo a existência de cenário de dúvida razoável quanto aos indícios de falta de diligência da agência. Não obstante, o mérito do recurso teria permanecido sem julgamento durante longo período, enquanto o processo sancionador avançava sobre os mesmos fatos. Para as defendentes, essa circunstância teria produzido, na prática, antecipação de efeitos sancionatórios sem decisão definitiva e em prejuízo do contraditório e da ampla defesa.

126. Nessa linha, invocam o princípio do non bis in idem para sustentar que os mesmos sujeitos não poderiam ser novamente punidos pelos mesmos fatos e fundamentos já alcançados pela Proibição Temporária.

Orla e Lúcia Rodrigues

127. Orla e Lúcia Rodrigues apresentaram defesas separadas⁵⁸, mas substancialmente coincidentes quanto à imputação dirigida à intermediária líder, razão pela qual seus argumentos são aqui tratados conjuntamente.

128. Preliminarmente, requerem a extinção do processo, sustentando que: (i) o Termo de Acusação não individualizaria qual providência concreta teria deixado de ser adotada pela Orla para fins do art. 11, inciso I, da Instrução CVM nº 476/2009; (ii) a área técnica teria transformado práticas usualmente adotadas pelo mercado em obrigações regulatórias, embora a norma não estabelecesse procedimento específico de diligência; (iii) conceitos abertos como

⁵⁸ Docs. nº 0815189, 0815186 e 0815196.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

“elevados padrões de diligência” não autorizariam interpretação extensiva em matéria sancionadora; e (iv) inexistiriam elementos conclusivos de autoria e materialidade, em afronta à Deliberação CVM nº 538/2008 e aos princípios da legalidade, impessoalidade, razoabilidade e proporcionalidade.

- (i) No mérito, sustentam que a Orla cumpriu os deveres que lhe competiam na distribuição, tendo:
 - (a) analisado a Escritura e as condições da emissão, inclusive as garantias;
 - (b) examinado informações relativas à Emissora e ao agente fiduciário; e
 - (c) realizado as verificações cadastrais e demais diligências que considerava necessárias à luz da regulamentação então vigente. Argumentam que o art. 11, inciso I, da Instrução CVM nº 476/2009 não exigia a elaboração de relatório próprio de due diligence, cartas de conforto, declarações de veracidade, bring down calls ou quaisquer dos demais documentos cuja ausência foi destacada pela Acusação, não sendo possível sancionar a instituição pela inobservância de procedimento não previsto em norma.
- (ii) As defendentes alegam, ainda, que:
 - (a) à intermediária líder incumbia assegurar a suficiência das informações disponibilizadas na Oferta, e não avaliar a qualidade econômica do investimento ou garantir o seu resultado;
 - (b) a Ano Bom não possuía vínculo societário ou participação comum com a Orla, inexistindo elemento que indicasse interesse da intermediária em favorecê-la; e
 - (c) a posterior identificação de problemas na emissão não permitiria, por si só, concluir que as diligências realizadas à época foram insuficientes. Nessa linha, também contestam que a decisão dos debenturistas de conceder waivers ou de não declarar o vencimento antecipado pudesse servir para censurar a atuação da Orla, por se tratar de matéria afeta ao mérito da decisão de investimento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (iii) Quanto à identificação de conflitos de interesses e à fiscalização de terceiros, sustentam que:
- (a) a regulamentação não estabelecia procedimento específico para a identificação de conflitos;
 - (b) a Acusação não apontou conflito concreto que tivesse deixado de ser identificado ou divulgado; e
 - (c) tampouco indicou qual prestador deveria ter sido objeto de fiscalização adicional, qual diligência específica teria sido omitida ou de que forma essa providência evitaria as irregularidades posteriormente apontadas. Para as defendentes, a imputação estaria, assim, fundada em hipóteses abstratas e na discordância da área técnica com os controles adotados, e não em descumprimento normativo demonstrado.
- (iv) Especificamente em relação a Lúcia, a defesa sustenta que sua responsabilização não poderia decorrer automaticamente da imputação formulada contra a Orla. Argumenta que:
- (a) o art. 11 da Instrução CVM nº 476/2009 estabelece deveres do intermediário líder, e não diretamente de seu diretor estatutário;
 - (b) sua responsabilidade permaneceria pessoal e subjetiva, à luz dos arts. 153 e 158 da Lei nº 6.404/1976, exigindo a demonstração de ação ou omissão própria praticada com culpa ou dolo; e
 - (c) o Termo de Acusação não teria indicado qualquer ato individual da diretora relacionado às supostas falhas de diligência, limitando-se a associá-la à infração em razão do cargo ocupado.

129. Lúcia Rodrigues acrescenta que a atividade de distribuição era desempenhada por estrutura técnica composta por diversos profissionais especializados, inexistindo um único responsável por todos os atos praticados no âmbito da Oferta. Sustenta, ainda, que não participou pessoalmente da decisão de investimento dos fundos ou das deliberações dos debenturistas e que a responsabilização da diretora por atos atribuídos genericamente à instituição equivaleria à adoção de responsabilidade objetiva. Invocando precedentes da CVM



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

sobre diretores responsáveis, argumenta que a indicação regulamentar de um diretor não dispensa a demonstração de sua participação pessoal ou de falha no cumprimento das atribuições que efetivamente lhe incumbiam.

V. ANDAMENTOS SUPERVENIENTES

130. Em 12/05/2021, a Orla requereu o encerramento do PAS em relação a si, em razão do encerramento de suas atividades no mercado de valores mobiliários⁵⁹. A PFE-CVM manifestou-se pela inexistência de fundamento para a extinção do processo, tendo em vista que a alteração do objeto social e o encerramento das atividades reguladas não implicavam a extinção da personalidade jurídica da companhia⁶⁰. Em 26/07/2021, o então Presidente Relator Marcelo Barbosa indeferiu o pedido, acolhendo os fundamentos da manifestação da PFE-CVM⁶¹.

131. Em paralelo, Argus e Maria Christina Maciel, em suas razões de defesa, requereram o reconhecimento da conexão entre este PAS e os PAS CVM nº 19957.008816/2018-48 e nº 19957.008143/2018-26, com sua distribuição a um mesmo Relator para julgamento conjunto⁶². Em 30/08/2022, o Colegiado, por unanimidade, rejeitou o pedido, por entender não configuradas as hipóteses de conexão previstas no art. 36 da Resolução CVM nº 45/2021⁶³.

132. Após a comunicação da decisão aos demais acusados, Alexandro Pin apresentou, em 17/10/2022, manifestação em que requereu esclarecimentos acerca da questão de conexão e, caso identificados elementos a ele relacionados nos demais processos, acesso aos respectivos autos, abertura de prazo para manifestação e suspensão deste PAS⁶⁴.

133. Posteriormente, em 14/02/2023, ao apreciar pedido de conexão de idêntico teor formulado por Argus e Maria Christina Maciel no âmbito do PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, o Colegiado, por unanimidade, reconheceu a perda de objeto do

⁵⁹ Doc. nº 1261874.

⁶⁰ Doc. nº 1311626.

⁶¹ Doc. nº 1310230.

⁶² Docs. nº 0796834 e 0796836.

⁶³ Doc. nº 1620491.

⁶⁴ Doc. nº 1631684.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

requerimento, tendo em vista que a questão já havia sido decidida na reunião de 30/08/2022, determinando o regular prosseguimento dos processos de forma independente⁶⁵.

134. Em manifestação posterior, em 22/08/2023, Maria Christina informou que a Argus encerrou suas atividades em 21/12/2021, mediante dissolução e extinção voluntárias, registrando que, no PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, o Colegiado reconheceu, em 28/02/2023, a extinção da punibilidade da sociedade⁶⁶.

135. Em 07/10/2026, Argus e Maria Christina Maciel apresentaram memoriais⁶⁷, nos quais reiteraram suas razões de defesa. Alegaram, preliminarmente, a prescrição da pretensão punitiva e a extinção da punibilidade da Argus em razão de sua dissolução. No mérito, sustentaram que a agência observou o padrão de diligência aplicável, adotou corretamente a metodologia de operações estruturadas e não poderia responder por informações incorretas fornecidas por terceiros. Subsidiariamente, requereram que as particularidades do caso e as circunstâncias pessoais e institucionais invocadas fossem consideradas na dosimetria.

VI. PROPOSTAS DE TERMO DE COMPROMISSO

136. Em 05/08/2019, Fornax e Fábio Barbosa apresentaram proposta de termo de compromisso⁶⁸. Após manifestação da PFE-CVM e do Comitê de Termo de Compromisso (“CTC”), o Colegiado, em reunião de 24/03/2020, rejeitou a proposta⁶⁹.

137. Em 01/10/2020, Argus e Maria Christina Maciel apresentaram proposta global de termo de compromisso, abrangendo este e outros processos administrativos⁷⁰. Após análise da PFE-CVM e do CTC, o Colegiado, em 01/04/2021, rejeitou a proposta quanto a este PAS⁷¹.

138. Em 31/08/2023, Maria Christina Maciel apresentou nova proposta global de termo de compromisso, pela qual se comprometeu, entre outras medidas, a se afastar temporariamente

⁶⁵ Doc. nº 1746918.

⁶⁶ Doc. nº 1871219.

⁶⁷ Doc. nº 2853857.

⁶⁸ Doc. nº 0814107.

⁶⁹ Docs. nº 0898313, 0950858 e 0979331.

⁷⁰ Doc. nº 1123141.

⁷¹ Docs. nº 1157006, 1223894 e 1250960.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

das atividades de que trata a Lei nº 6.385/1976⁷². Em 19/12/2023, o Colegiado, acompanhando o CTC, rejeitou a proposta quanto a este PAS⁷³.

VII. PEDIDOS DE PRODUÇÃO DE PROVA

139. Em 24/01/2023, o Diretor Otto Lobo, então relator deste PAS, indeferiu pedidos formulados por Ano Bom, KL Partners e Alexandre Klabin para produção de prova testemunhal, pericial e documental complementar⁷⁴. Considerou que os requerimentos haviam sido formulados genericamente, sem indicação das testemunhas, dos documentos a serem posteriormente apresentados ou dos fatos específicos que se pretendia demonstrar, concluindo, à luz da jurisprudência da CVM, do CRSFN e do art. 43, §3º, da Resolução CVM nº 45/2021, pela desnecessidade da dilação probatória⁷⁵.

140. Em 31/01/2023, a Ano Bom apresentou manifestação a respeito do indeferimento, reiterando, em particular, seus argumentos quanto à necessidade de produção de prova relativa à avaliação do imóvel situado em Barra Mansa e juntando laudos de avaliação que, a seu ver, demonstrariam que o valor empregado na estruturação da oferta não teria sido superestimado⁷⁶.

VIII. DISTRIBUIÇÃO E PAUTA PARA JULGAMENTO

141. Em 15/10/2019, o Diretor Henrique Machado foi designado relator do processo⁷⁷, que foi redistribuído em 12/01/2021⁷⁸, 09/03/2021⁷⁹, 09/09/2021⁸⁰ e 11/01/2022, quando passou à relatoria do Diretor Otto Lobo⁸¹. Com o término de seu mandato, o PAS foi sorteado para

⁷² Doc. nº 1871219.

⁷³ Docs. nº 1939005 e 1959438.

⁷⁴ Em suas razões de defesa (docs. nº 0815997 e 0816028), os requerentes apresentaram pedidos de produção de provas, pleiteando pela “possibilidade de ser aberto prazo para a especificação e produção de todas as provas em direito admitidas, principalmente pericial, testemunhal e documental complementar”.

⁷⁵ Doc. nº 1704914.

⁷⁶ Doc. nº 1713977.

⁷⁷ Doc. nº 0859794.

⁷⁸ Designado à relatoria do Diretor Gustavo Gonzalez (doc. nº 1176159).

⁷⁹ Designado à relatoria do Presidente Marcelo Barbosa (doc. nº 1212188).

⁸⁰ Designado à relatoria do Diretor Fernando Galdi (doc. nº 1342541).

⁸¹ Doc. nº 1424273.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

minha relatoria na reunião do Colegiado de 06/03/2026⁸², e foi incluído na sessão de julgamento de 29/09/2026⁸³, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021⁸⁴.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 13 de outubro de 2026.

Marina Copola

Diretora Relatora

⁸² Doc. nº 2617430.

⁸³ Docs. nº 2803288 e 2821513.

⁸⁴ Art. 49. Compete ao Colegiado julgar o processo, em sessão pública, convocada com pelo menos 15 (quinze) dias de antecedência, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público.