



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

VOTO



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

I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no relatório¹, trata-se de PAS instaurado pela SRE e pela SIN para apurar eventual responsabilidade da Ano Bom e de diversos participantes de sua 1ª Emissão de debêntures, distribuída com esforços restritos nos termos da Instrução CVM nº 476/2009, por supostas irregularidades relacionadas à estruturação, distribuição e subscrição da Oferta. A referida emissão, no valor de R\$36 milhões, foi integralmente subscrita pelos fundos Illuminati e Sculptor, ambos geridos pela Fornax e compostos por cotistas vinculados a regimes próprios de previdência social.

2. Para a Acusação, a Oferta teria sido marcada por uma série de irregularidades, dentre as quais: a destinação indevida dos recursos captados, inclusive mediante mútuo de aproximadamente R\$15,6 milhões à KL Partners, sócia da emissora; pagamentos e contratações em suposto conflito de interesses; problemas relacionados à constituição, identificação e suficiência das garantias; redução da área loteável do empreendimento; e utilização de laudo de avaliação supostamente sobrevalorizado. A área técnica apontou, ainda, falhas na atuação dos demais participantes da Oferta, relacionadas à verificação das garantias, à classificação de risco atribuída às debêntures, à diligência da intermediária líder e da gestora dos fundos e à fiscalização exercida pelos administradores fiduciários.

3. A partir desse conjunto de circunstâncias, a Acusação entendeu que a Ano Bom, suas sócias KL Partners e 55 Empreendimentos, Alexandre Klabin, Ricardo Barbosa, Alexandre Pin, a Planner Trustee e a Fornax, em conjunto com Fábio Barbosa, teriam participado de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c o item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979. Segundo a área técnica, as irregularidades identificadas decorreriam da atuação conjunta dos diferentes agentes envolvidos na Oferta, que teriam deixado de exercer adequadamente seus respectivos deveres, enquanto os riscos e prejuízos da operação eram suportados pelos cotistas dos fundos subscritores.

4. A Acusação formulou, ainda, imputações específicas em face dos demais participantes da Oferta: (i) à Argus e à Maria Christina Maciel, pela elaboração de relatório de classificação

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste PAS.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

de risco que, segundo a área técnica, conteria nota artificialmente otimista e apta a induzir seus usuários a erro, em infração ao art. 10, II, da Instrução CVM nº 521/2012; **(ii)** à Orla e à Lúcia Rodrigues, por falhas no dever da intermediária líder de assegurar a veracidade, consistência, correção e suficiência das informações prestadas pelo ofertante, em infração ao art. 11, I, da Instrução CVM nº 476/2009; e **(iii)** à Planner Corretora e a Artur Figueiredo, bem como à Gradual e à Fernanda Lima, pela ausência de fiscalização efetiva dos serviços prestados pelo gestor dos respectivos fundos, em infração ao art. 90, X, da Instrução CVM nº 555/2014.

II. PRELIMINARES

5. Antes de adentrar o mérito deste PAS, trato das questões preliminares suscitadas pelos acusados.

Inépcia do Termo de Acusação

6. Em primeiro lugar, não merecem acolhida as alegações de inépcia do Termo de Acusação e de ausência de adequada individualização das condutas, suscitadas, sob diferentes fundamentos, pela Ano Bom, por Alexandre Klabin e KL Partners, pela Orla DTVM, por Lúcia Rodrigues, bem como pelos acusados que sustentam terem sido responsabilizados exclusivamente em razão das funções que exerciam à época dos fatos.

7. Como já tive a oportunidade de registrar², a validade da peça acusatória pressupõe que os fatos imputados sejam descritos de forma clara e compreensível, com a indicação do vínculo entre a atuação dos acusados e as irregularidades apuradas, dos fundamentos jurídicos da imputação e dos elementos que a sustentam. Isso não significa, contudo, que a Acusação deva demonstrar, já nessa etapa, de forma definitiva, a responsabilidade dos acusados ou antecipar toda a análise probatória que compete ao Colegiado realizar por ocasião do julgamento.

8. A inépcia se configura quando eventuais deficiências da narrativa impedem a compreensão da imputação e, conseqüentemente, o exercício do contraditório e da ampla

² PAS CVM nº 19957.005017/2025-49, de minha relatoria, j. em 25/08/2026.



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

defesa. Diversa é a controvérsia acerca da suficiência dos elementos reunidos para demonstrar a autoria, o elemento subjetivo ou a própria configuração da infração, matérias que dizem respeito ao mérito da acusação e não à validade formal da peça que instaurou o processo.

9. No presente caso, o Termo de Acusação descreve, de maneira suficientemente delimitada, as irregularidades que, no entendimento da área técnica, teriam permeado a Oferta. Entre outros elementos, a Acusação apontou a destinação de parcela relevante dos recursos captados à KL Partners, as contratações e pagamentos realizados pela emissora, os problemas relacionados às garantias dos debenturistas, a redução da área loteável e a alegada sobreavaliação do empreendimento. Expôs, ainda, as falhas que atribuiu ao agente fiduciário, à agência de classificação de risco, à intermediária líder, à gestora e aos administradores fiduciários dos fundos subscritores.

10. Nesse contexto, as alegações da Ano Bom, de Alexandre Klabin e da KL Partners de que os fatos narrados não demonstrariam a existência de ardil, conluio, vantagem ilícita ou prejuízo aos debenturistas não revelam deficiência formal do Termo de Acusação. Elas traduzem, em essência, controvérsia sobre a aptidão dos elementos reunidos pela área técnica para preencher os requisitos necessários à caracterização de operação fraudulenta, questão que será examinada no mérito deste voto. O mesmo se aplica aos argumentos de que determinados negócios seriam lícitos, de que a Acusação teria atribuído relevância indevida a decisões empresariais legítimas ou de que teria partido de interpretação excessivamente ampla dos deveres impostos aos participantes da Oferta.

11. Tampouco identifico inépcia nas imputações formuladas em face da Orla DTVM. O Termo de Acusação indicou as diligências que, segundo a área técnica, não teriam sido adequadamente realizadas pela intermediária líder, entre elas a verificação das informações relacionadas às garantias, a adoção de procedimentos destinados à identificação de conflitos de interesses e a manutenção de registros relativos aos investidores procurados, relacionando essas deficiências ao dever de assegurar que as informações prestadas pelo ofertante fossem verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes. Se tais providências eram efetivamente exigíveis da instituição e se os procedimentos por ela adotados foram suficientes para o cumprimento de suas obrigações constituem, novamente, questões de mérito.



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

12. As mesmas considerações são aplicáveis às alegações de ausência de individualização de conduta formuladas por Lúcia Rodrigues, Maria Christina Maciel, Fábio Garcez e Artur Figueiredo. Como já reconhecido por este Colegiado, a designação de diretores responsáveis por determinadas atividades estabelece centros de imputação de deveres de organização, supervisão e controle. Essa técnica não institui responsabilidade objetiva nem torna o diretor responsável por toda e qualquer irregularidade praticada pela pessoa jurídica, permanecendo necessária a análise pessoal e subjetiva de sua atuação.

13. Em acusações dessa natureza, contudo, é natural que as imputações dirigidas à pessoa jurídica e ao respectivo diretor responsável compartilhem o mesmo núcleo fático. A individualização pode decorrer da identificação da irregularidade institucional, das atribuições compreendidas na esfera de atuação do diretor, do período em que exerceu a função e da omissão que, segundo a Acusação, lhe seria imputável na organização ou supervisão da atividade correspondente. Se esses elementos são suficientes para demonstrar, em concreto, a responsabilidade de cada acusado constitui questão distinta, a ser examinada individualmente no mérito.

14. Diante do exposto, voto pela rejeição das preliminares de inépcia e ausência de individualização da acusação.

Competência da CVM

15. Também não merece acolhida a alegação da Ano Bom, de Alexandre Klabin e da KL Partners de que, por se tratar de companhia fechada e de oferta distribuída com esforços restritos, dispensada automaticamente de registro, os fatos objeto deste PAS não estariam sujeitos à fiscalização e à atuação sancionadora desta autarquia.

16. O argumento parte de uma equiparação que não encontra respaldo no regime aplicável às ofertas com esforços restritos. A dispensa de registro da Oferta não equivale à sua exclusão do mercado de valores mobiliários, tampouco afasta a incidência das normas que disciplinam a atuação dos participantes envolvidos em sua realização. Ao contrário, a própria Instrução CVM nº 476/2009 estabelecia deveres específicos ao ofertante e à instituição intermediária precisamente para ofertas submetidas a esse regime.



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

17. É particularmente relevante, nesse sentido, que a acusação formulada neste PAS não decorre da mera prática de atos societários por uma companhia fechada. Os fatos foram apurados no contexto da emissão e distribuição pública, ainda que com esforços restritos, de debêntures no valor de R\$36 milhões, integralmente subscritas pelos dois fundos de investimento identificados no Termo de Acusação. As operações societárias e contratuais mencionadas pela área técnica foram consideradas na medida em que, segundo sua tese, integrariam ou se relacionariam à alegada operação fraudulenta praticada no mercado de valores mobiliários.

18. A circunstância de a Oferta estar dispensada de análise prévia pela CVM tampouco conduz a conclusão diversa. A dispensa de registro e de exame prévio da documentação pela autarquia não constitui imunidade regulatória dos participantes da oferta. Ao contrário, como ressaltado pela própria Acusação, esse modelo pressupõe a observância dos deveres atribuídos ao ofertante e aos demais agentes que atuam na estruturação, distribuição e aquisição dos valores mobiliários.

19. Naturalmente, questão distinta consiste em saber se cada um dos fatos descritos pela Acusação efetivamente se insere no âmbito de competência desta autarquia e, sobretudo, se apresenta relação suficiente com a suposta operação fraudulenta imputada aos acusados. Essa análise se confunde com o próprio mérito da acusação e será realizada oportunamente;

20. Diante do exposto, voto pela rejeição dessa preliminar.

Alegado cerceamento de defesa de Alexandre Pin

21. Alexandre Pin sustenta a nulidade do processo porque a manifestação encaminhada em resposta ao Ofício nº 434/2018/CVM/SRE/GER-3, de 06/12/2018, não teria sido juntada ao Processo SEI nº 19957.002498/2018-10, do qual se originou o presente PAS. Afirma que essa omissão teria levado a Acusação a concluir equivocadamente pela ausência de esclarecimentos e documentos capazes de afastar sua responsabilidade. A alegação não procede.

22. De fato, não identifico que a resposta encaminhada por Pin por e-mail em 20/12/2018 tenha sido incorporada àquele procedimento. Ocorre que o Processo CVM nº 19957.002498/2018-10 tinha natureza investigativa e antecedeu a instauração deste PAS.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Naquele momento, não havia acusação formulada contra Pin, nem se estava diante da apresentação de defesa em processo sancionador, mas de manifestação destinada a subsidiar a apuração então em curso.

23. A falha de juntada naquele procedimento, portanto, não implica, por si só, cerceamento de defesa neste PAS. Após a formulação do Termo de Acusação, Pin foi regularmente citado, obteve acesso aos autos e, a seu pedido, foi-lhe franqueada vista adicional dos documentos disponíveis no processo³. Apresentou, então, defesa extensa, na qual reproduziu a manifestação encaminhada em 20/12/2018 e juntou os documentos que, a seu ver, demonstrariam a correção de sua atuação⁴.

24. Esses elementos integram agora o conjunto probatório e serão considerados no julgamento, inclusive quanto às datas das contratações, aos vínculos de Pin com as sociedades envolvidas e à extensão de sua participação nas decisões da Ano Bom. Não há, assim, prejuízo decorrente do fato de a manifestação não ter sido oportunamente incorporada ao procedimento investigativo.

25. Tampouco procede a afirmação de que a ausência daquela manifestação teria, por si só, determinado a formulação da acusação. A suficiência dos indícios de autoria e materialidade deve ser examinada à luz do conjunto de elementos que embasou o Termo de Acusação, e não da mera circunstância de determinada resposta não ter sido juntada ao procedimento antecedente. A repercussão dos documentos posteriormente apresentados por Pin sobre esses indícios constitui questão de mérito, a ser apreciada adiante.

26. Diante do exposto, voto pela rejeição da preliminar de nulidade suscitada por Alexandre Pin.

³ O acusado requereu acesso aos documentos que fundamentaram o Termo de Acusação em 25/03/2019 (docs. nº 0720324 e 0720325). O pedido foi parcialmente deferido (doc. nº 0720816), e o acesso aos autos do PAS foi disponibilizado em 27/03/2019, tendo sido posteriormente registrada a confirmação de acesso pelo acusado em 09/04/2019 (doc. nº 0731166).

⁴ Docs. nº 0796633, 0796634 e 0796636.



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

Alegada ausência de documentos nos autos

27. A Planner Trustee, a Planner Corretora e Artur Figueiredo também arguem a nulidade deste PAS, sob o fundamento de que determinados documentos utilizados pela Acusação não teriam sido formalmente juntados aos autos, tendo-lhes sido concedida apenas vista, pelo prazo de dez dias, dos procedimentos em que se encontravam tais documentos. A meu ver, a alegação também não conduz à nulidade pretendida.

28. O presente PAS foi precedido pelo Processo SEI nº 19957.002498/2018-10, no qual foram conduzidas as diligências destinadas à investigação das irregularidades na Oferta e juntados os documentos e respostas posteriormente utilizados no Termo de Acusação⁵. A circunstância de esses elementos não terem sido reproduzidos nos autos do processo sancionador não os torna inexistentes ou, por si só, compromete o exercício da defesa.

29. Com efeito, o Termo de Acusação identifica expressamente os documentos utilizados, inclusive respostas apresentadas pelos próprios Defendentes durante a investigação⁶. Ademais, em resposta ao pedido de juntada formulado pela Planner, foi-lhes franqueado acesso ao processo de origem, circunstância reconhecida pela própria defesa⁷. Suas razões defensivas, de resto, enfrentam detalhadamente os elementos centrais utilizados para fundamentar as imputações.

30. A defesa tampouco identifica elemento probatório específico que, por ter permanecido inacessível, tenha impedido a compreensão de determinada imputação ou a apresentação de argumento defensivo. A anulação do processo pressupõe prejuízo concreto ao exercício do contraditório e da ampla defesa, e não decorre da simples circunstância de documento devidamente identificado e acessível encontrar-se em procedimento relacionado.

⁵ Cf. §2º do Termo de Acusação. O Processo SEI nº 19957.002498/2018-10 tratou da investigação das irregularidades na 1ª emissão de debêntures da Ano Bom e deu origem ao presente PAS.

⁶ Cf. por exemplo, resposta da Planner Trustee ao Ofício nº 90/2018/CVM/SRE/GER-3 (doc. nº 0495882), examinada nos §§ 115-116 do Termo de Acusação; resposta ao Ofício nº 319/2018/CVM/SRE/GER-3, (doc. nº 05955540, examinada no § 125; e resposta da Planner Corretora ao Ofício nº 286/2018/CVM/SRE/GER-3 (doc. nº 0572691 > Anexo 1), examinada nos §§192-193.

⁷ Cf. doc. nº 0737843, que, em resposta à petição dos Defendentes de 12/04/2019 (doc. nº 0736782), indicou a concessão de vista do Processo nº 19957.002498/2018-10, “que deu origem ao TA”, em substituição à juntada dos documentos. A própria defesa registra que “tendo-se concedido vistas aos Defendentes, pelo exíguo prazo de 10 (dez) dias, aos autos de outros procedimentos instaurados pela SRE”.



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

31. Diante do exposto, voto pela rejeição dessa preliminar.

Alegação de bis in idem

32. A Argus e Maria Christina Maciel sustentam, ainda, que a proibição temporária imposta pela Deliberação CVM nº 796/2018 já lhes teria aplicado consequência gravosa pelos mesmos fatos examinados neste PAS, de modo que eventual penalidade configuraria *bis in idem*. A alegação não procede.

33. A Deliberação CVM nº 796/2018 foi editada no contexto da oferta de debêntures da Venture Capital Participações e Investimentos S.A., objeto do PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, e não da emissão da Ano Bom examinada neste processo.⁸ Não há, portanto, identidade entre os fatos que fundamentaram aquela medida e aqueles submetidos a julgamento neste PAS.

34. Essa distinção, aliás, já foi reconhecida pelo Colegiado ao apreciar a alegação de conexão entre os processos. Na ocasião, concluiu-se que cada emissão envolvia contexto fático próprio, com características e provas distintas, razão pela qual foi reconhecida, por unanimidade, a inexistência de conexão entre os processos⁹. Ausente identidade fática, não há que se falar em dupla punição pelos mesmos fatos.

35. Diante do exposto, voto pela **rejeição** dessa preliminar.

Liquidação extrajudicial da Gradual

36. Por fim, a Gradual sustenta que sua liquidação extrajudicial impediria a responsabilização por irregularidades praticadas antes da instauração do regime especial, uma vez que eventual penalidade agravaria sua situação patrimonial e, indiretamente, atingiria seus credores. Também não assiste razão à acusada.

⁸ Deliberação CVM nº 796, de 20/07/2018, editada no contexto da oferta pública de debêntures da Venture Capital Participações e Investimentos S.A. O próprio Termo de Acusação deste PAS registra separadamente que a LFRating havia sido acusada no PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, relativo àquela emissão, e que também fora objeto da medida prevista na Deliberação CVM nº 796/2018.

⁹ Doc. nº 1620491.



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 instauração da liquidação extrajudicial não afasta, por si só, a possibilidade de apuração da responsabilidade administrativa da pessoa jurídica por fatos ocorridos anteriormente. O regime especial altera a forma de administração e liquidação de seu patrimônio, mas não transforma em inexistentes as condutas praticadas pela instituição enquanto se encontrava em funcionamento, tampouco impede o julgamento de infrações que lhe tenham sido regularmente imputadas.

38. A eventual repercussão patrimonial de uma sanção sobre a massa liquidanda e seus credores tampouco constitui fundamento para afastar a responsabilidade administrativa. Trata-se de circunstância relacionada aos efeitos da penalidade e ao regime jurídico aplicável à sua satisfação, não à existência da infração ou à legitimidade da acusada para responder pelos fatos praticados anteriormente à liquidação.

39. Quanto à alegação de que a Gradual não teria praticado nem contribuído para as irregularidades descritas no Termo de Acusação, a questão diz respeito diretamente ao mérito. A Acusação lhe atribui, na qualidade de administradora fiduciária do Sculptor, falha na fiscalização dos serviços prestados pela gestora contratada. Este voto analisará se os elementos dos autos são suficientes para demonstrar tal omissão.

40. Diante do exposto, voto pela **rejeição** dessa preliminar.

Extinção da punibilidade da Argus

41. Há, ainda, questão relativa à subsistência da pretensão punitiva em face da Argus. Conforme consta dos autos, a sociedade encerrou suas atividades em 21/12/2021, mediante dissolução e extinção voluntárias¹⁰. A mesma circunstância já foi examinada pelo Colegiado nos PAS CVM nº 19957.008816/2018-48 e nº 19957.008143/2018-26, nos quais a Argus figurava igualmente como acusada por sua atuação como agência de classificação de risco¹¹.

42. Adoto a mesma posição neste PAS. Extinta a pessoa jurídica, sem sucessão e ausentes elementos que indiquem fraude ou má-fé no processo de dissolução, deixa de existir o sujeito a quem poderia ser imputada a sanção administrativa, que possui caráter pessoal. O

¹⁰ Doc. nº 1871219.

¹¹ PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 28/02/2023; e PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 20/12/2023.



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

reconhecimento dessa circunstância, naturalmente, não representa juízo sobre a regularidade da conduta atribuída à Argus e não se estende a Maria Christina Maciel, cuja responsabilidade é autônoma e será examinada adiante.

43. Diante disso, **reconheço** a extinção da punibilidade da Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda., em razão de sua dissolução e extinção, prosseguindo o exame da imputação relativa à atividade de classificação de risco exclusivamente quanto a Maria Christina Maciel.

Prazo prescricional

44. Em memoriais, Argus e Maria Christina Maciel suscitaram a ocorrência da prescrição da pretensão punitiva, tanto pelo prazo ordinário de cinco anos quanto, subsidiariamente, pela prescrição intercorrente trienal. Sustentam, em síntese, que, desde o encerramento da instrução, não teriam sido praticados atos aptos a interromper os respectivos prazos e que as propostas de termo de compromisso posteriormente rejeitadas não produziriam esse efeito. Não lhes assiste razão.

45. Quanto à prescrição ordinária quinquenal, o art. 1º, inciso IV, da Lei nº 9.873/1999 estabelece, como causa autônoma de interrupção, “qualquer ato inequívoco que importe em manifestação expressa de tentativa de solução conciliatória no âmbito interno da administração pública federal”¹². A hipótese legal refere-se, portanto, à tentativa de solução consensual, e não à efetiva celebração do acordo. Nesse sentido, este Colegiado já reconheceu expressamente que a rejeição de proposta de termo de compromisso não lhe retira eficácia

¹² Art. 1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia, objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado. [...] Art. 2º **Interrompe-se a prescrição da ação punitiva: I – pela notificação ou citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital; II - por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato; III - pela decisão condenatória recorrível; IV – por qualquer ato inequívoco que importe em manifestação expressa de tentativa de solução conciliatória no âmbito interno da administração pública federal.** [...] Art. 2º-A. Interrompe-se o prazo prescricional da ação executória I – pelo despacho do juiz que ordenar a citação em execução fiscal; II – pelo protesto judicial; III – por qualquer ato judicial que constitua em mora o devedor; IV – por qualquer ato inequívoco, ainda que extrajudicial, que importe em reconhecimento do débito pelo devedor; **V – por qualquer ato inequívoco que importe em manifestação expressa de tentativa de solução conciliatória no âmbito interno da administração pública federal.**



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

interruptiva, justamente porque a lei não condiciona esse efeito à obtenção da solução conciliatória¹³.

46. Nesse sentido, não procede a leitura de que os arts. 15¹⁴ e 56¹⁵ da Lei nº 13.506/2017 teriam condicionado a eficácia interruptiva da tentativa de solução consensual à efetiva celebração do termo de compromisso. Esses dispositivos apenas preveem a suspensão da prescrição durante a vigência do termo celebrado, sem alterar a hipótese de interrupção prevista no art. 2º, inciso IV, da Lei nº 9.873/1999, que se refere expressamente à tentativa de solução conciliatória. Desde a edição da Lei nº 13.506/2017, este Colegiado tem aplicado os dois regimes de forma compatível, reconhecendo efeito interruptivo também às propostas posteriormente rejeitadas¹⁶. Com efeito, ainda que a iniciativa parta do administrado, sua apreciação mobiliza a Administração em torno da possível solução consensual, mediante análise da PFE-CVM, do CTC e, ao final, do Colegiado. O insucesso da proposta não descaracteriza essa tentativa.

47. Tampouco é necessário que a iniciativa conciliatória tenha partido de todos os acusados para que produza efeitos sobre o processo. O art. 2º, inciso IV, da Lei nº 9.873/1999 não estabelece qualquer limitação subjetiva dessa natureza. Ao contrário, entre as causas interruptivas previstas no dispositivo, apenas o inciso I, relativo à notificação ou citação, faz

¹³ PAS CVM nº 19957.006858/2019-25, Rel. Pte. João Pedro Nascimento, j. em 15/10/2024. Nesse sentido, cf. manifestação de voto do Diretor João Accioly: “Concordo, assim, com a tese jurídica sustentada pela defesa da Silverado/Florim, à exceção de que a negativa de solução consensual não é apta a interromper o prazo prescricional. Pelo contrário. Se apenas a aceitação do termo de compromisso fosse apta a gerar tal efeito, a regra seria inócua para os casos em que a solução consensual abrangesse todos os acusados, que são a maioria (já que não iriam a julgamento). Mas independentemente dessa consequência, é a literalidade dos termos da Lei 9.873 que impede essa interpretação. Ela fala na tentativa de solução conciliatória, e não em sua obtenção.”.

¹⁴ Art. 15. Durante a vigência do termo de compromisso, os prazos de prescrição de que trata a Lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999, ficarão suspensos, e o procedimento administrativo será arquivado se todas as condições nele estabelecidas forem atendidas. § 1º O cumprimento das condições do termo de compromisso gerará efeitos exclusivamente na esfera de atuação do Banco Central do Brasil. § 2º Na hipótese de descumprimento do compromisso, o Banco Central do Brasil adotará as medidas administrativas e judiciais necessárias para a execução das obrigações assumidas e determinará a instauração ou o prosseguimento do processo administrativo, a fim de dar continuidade à apuração das infrações e de aplicar as sanções cabíveis.

¹⁵ Art. 56. Fica suspensa a prescrição de que trata a Lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999, durante a vigência do termo de compromisso de que tratam o § 5º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e os arts. 11, 12, 13, 14 e 15 desta Lei.

¹⁶ PAS CVM nº 19957.009294/2017-11, Rel. Dir. Alexandre Rangel, j. 04/04/2023; PAS CVM nº 19957.002923/2017-81, Rel. Dir. Otto Lobo, j. 26/09/2023; PAS CVM nº 19957.010438/2017-81, Rel. Dir. Alexandre Rangel, j. 17/08/2021; PAS CVM nº 19957.007960/2016-03, Rel. Dir. Henrique Machado, j. 10/12/2019; PAS CVM nº 21/2010, Rel. Dir. Carlos Rebello, j. 15/10/2019



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

referência individualizada ao acusado. As demais dizem respeito a atos relacionados à apuração do fato, ao julgamento ou à tentativa de solução do próprio processo. Este Colegiado já reconheceu que a tentativa de solução conciliatória, por sua natureza objetiva, interrompe a prescrição em relação a todos os acusados, ainda que proposta um único acusado¹⁷, o que também se alinha com a orientação do CRSFN de que atos interruptivos dessa natureza independem de bilateralidade ou ciência individual do administrado¹⁸.

48. A orientação do CRSFN invocada nos memoriais a respeito da ausência de eficácia interruptiva, para a prescrição quinquenal, de meras redistribuições de relatoria ou movimentações internas não conduz a conclusão diversa¹⁹. Não fundamento a inocorrência da prescrição ordinária nesses atos, mas em causa interruptiva expressamente prevista no art. 2º, inciso IV, da Lei nº 9.873/1999. Não é necessário, portanto, decidir neste caso se as redistribuições ocorridas ao longo da tramitação também produziram efeitos sobre o prazo quinquenal.

49. Diversa é a análise da prescrição intercorrente. Nos termos do art. 1º, §1º, da Lei nº 9.873/1999, ela pressupõe que o procedimento permaneça “paralisado por mais de três anos, pendente de julgamento ou despacho”. Como já tive oportunidade de registrar²⁰, em linha com a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça²¹, essa modalidade de prescrição tem por

¹⁷ PAS CVM nº 19957.007976/2020-94, Dir. Rel. João Accioly, j. em 08/09/2026: “Tenho que a tentativa de solução conciliatória do art. 2º, IV, interrompe o prazo para todos os acusados. Trata-se de uma questão interpretativa contra a qual há argumentos plausíveis em sentido contrário, mas o dispositivo nada diz sobre alcance subjetivo, e das quatro hipóteses do art. 2º somente a do inciso I é individualizada por referência ao acusado (citação ou notificação); as demais, como a apuração do fato e o julgamento, são por natureza gerais.”

¹⁸ CRSFN, Súmula, Enunciado nº 4: “A interrupção da prescrição por ato inequívoco de apuração do fato não depende de bilateralidade ou ciência prévia do administrado.”. Embora o enunciado se refira especificamente à causa prevista no art. 2º, II, da Lei nº 9.873/1999, a orientação reforça a distinção entre causas interruptivas de caráter pessoal e aquelas ligadas objetivamente ao desenvolvimento da apuração ou do processo. Em linha semelhante, o TCU tem reiteradamente assentado que o ato inequívoco de apuração constitui causa objetiva de interrupção que alcança todos os responsáveis, distinguindo-o das causas pessoais, como citação, notificação, oitiva ou audiência. V., entre outros, Acórdão nº 2.219/2023-TCU-2ª Câmara, Rel. Min. Jhonatan de Jesus; Acórdão nº 3.336/2024-TCU-2ª Câmara, Rel. Min. Augusto Nardes; e Acórdão nº 8.152/2025-TCU-1ª Câmara, segundo o qual o ato inequívoco de apuração “constitui causa objetiva de interrupção do prazo prescricional e atinge todos os responsáveis já identificados”.

¹⁹ Cf. CRSFN, Processo nº 10372.100299/2019-45, Acórdão CRSFN nº 101/2024. A distinção é relevante porque, neste caso, a conclusão quanto à prescrição quinquenal independe de atribuir eficácia interruptiva às redistribuições de relatoria, diante da incidência autônoma do art. 2º, IV, da Lei nº 9.873/1999.

²⁰ PAS CVM nº 19957.009746/2021-41, de minha relatoria, d. em 27/05/2025, §§4-10;

²¹ STJ, RMS nº 48.665/SP, 2ª Turma, Rel. Min. Og Fernandes, j. em 15/09/2015, DJe 05/02/2016.



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

fundamento a inércia da Administração, caracterizada quando o Poder Público deixa de praticar, injustificadamente, os atos necessários ao prosseguimento do procedimento.

50. Sob essa perspectiva, não procede a pretensão de tomar como marco a data de apresentação da última proposta de termo de compromisso. O protocolo da proposta apenas inaugura a atuação administrativa voltada à possível solução consensual do processo, que prossegue com sua submissão às instâncias competentes e somente se completa com a deliberação do Colegiado acerca de sua aceitação ou rejeição. No presente caso, essa atuação culminou na decisão de 19/12/2023, que rejeitou a proposta apresentada por Maria Christina Maciel. É essa, portanto, a referência temporal pertinente para aferir eventual paralisação do processo²².

51. Além disso, antes do transcurso de três anos desde 19/12/2023, o processo foi redistribuído à minha relatoria, em 06/03/2026. A matéria encontra-se hoje expressamente consolidada no Enunciado nº 5 da Súmula do CRSFN²³, segundo o qual a distribuição e a necessária redistribuição de processos sancionadores a integrantes de órgãos colegiados constituem movimentação essencial ao impulso do processo e descaracterizam o pressuposto de paralisação necessário à prescrição intercorrente. Esse entendimento também é reiteradamente adotado por esta CVM, que reconhece a redistribuição como ato apto a afastar a inércia processual²⁴.

52. Ainda que se considere, em benefício dos acusados, o marco mais remoto dentre os fatos objeto das imputações, ocorridos em dezembro de 2016, a apuração já estava em curso

²² A orientação encontra respaldo em diversos precedentes desta autarquia, que, ao examinar a prescrição, tomaram a apreciação da proposta pelo Colegiado, inclusive quando rejeitada, como ato relevante para a contagem do prazo prescricional. Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 19957.006858/2019-25, Rel. Pte. João Pedro Nascimento, j. em 15/10/2024; (ii) PAS CVM nº 21/2010, Dir. Rel. Carlos Rebello, j. em 15/10/2019; (iii) PAS CVM nº 19957.002923/2017-81, Rel. Pte. João Pedro Nascimento, j. em 29/08/2023; (iv) PAS CVM nº 19957.007976/2020-94, Dir. Rel. João Accioly, j. em 08/09/2026.

²³ CRSFN, Súmula, Enunciado nº 5: “A distribuição e a necessária redistribuição de processos sancionadores para relatoria por integrantes de órgãos colegiados configuram movimentação processual essencial para impulsionar o processo rumo ao seu julgamento e descaracterizam o pressuposto de paralisação da prescrição intercorrente.”

²⁴ Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 11/2002, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 26/02/2013; (ii) PAS CVM nº 19957.009351/2017- 61, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 23/06/2020; (iii) PAS CVM nº RJ2013/2759, Dir. Rel. Henrique Machado, j. 20/02/2018; (iv) PAS CVM nº 08/2004, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 06/12/2012; (v) PAS CVM nº 02/2011, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 08/12/2015; (vi) PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 09/12/2015; e (vii) PAS CVM nº 19957.006858/2019-25, Rel. Pte. João Pedro Nascimento, j. em 15/10/2024.



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 abril de 2018, com a expedição dos Ofícios nº 83/2018/CVM/SRE/GER-3²⁵, em 06/04/2018, e nº 90/2018/CVM/SRE/GER-3²⁶, em 10/04/2018. Em 2019, seguiram-se novas diligências, a apresentação do Termo de Acusação²⁷, a citação dos acusados²⁸ e a apresentação das defesas.

53. Na sequência, o processo foi objeto de sucessivos atos de impulso, em especial relacionados às propostas de termo de compromisso, apreciadas pelo Colegiado em 24/03/2020, 01/04/2021 e 19/12/2023²⁹. Com efeito, como já esclareci, a tentativa de solução conciliatória constitui causa autônoma de interrupção da prescrição, nos termos do art. 2º, IV, da Lei nº 9.873/1999, e seus efeitos alcançam todos os acusados, ainda que a proposta tenha sido apresentada apenas por parte deles³⁰. Em 06/03/2026, o processo foi redistribuído à minha relatoria e, posteriormente, incluído em pauta para julgamento³¹⁻³².

54. Não transcorreu, portanto, período superior a cinco anos sem a prática de ato interruptivo da prescrição, nos termos do art. 2º da Lei nº 9.873/1999, nem houve paralisação do processo, pendente de julgamento ou despacho, por mais de três anos, na forma do art. 1º, §1º da lei.

55. Feitas essas considerações, passo ao exame do mérito.

²⁵ Doc. nº 0486127.

²⁶ Doc. nº 0489947.

²⁷ Doc. nº 0678287.

²⁸ Docs. nº 0686423 a 0686454.

²⁹ Docs. nº 0814107, 0979331, 1123141, 1250960, 1871219 e 1959438.

³⁰ Nesse sentido, PAS CVM nº 19957.007976/2020-94, Dir. Rel. João Accioly, j. em 08/09/2026, em que se assentou que a tentativa de solução conciliatória prevista no art. 2º, IV, da Lei nº 9.873/1999 interrompe o prazo prescricional para todos os acusados, ainda que a proposta de termo de compromisso tenha sido apresentada apenas por alguns deles. No mesmo sentido, PAS CVM nº 18/2010, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 26/11/2013.

³¹ Docs. nº 2617430 e 2803288.

³² Vale lembrar que a primeira distribuição ocorreu em 15/10/2019 (doc. nº 0859794). Depois disso, o caso ainda foi redistribuído em 12/01/2021 (doc. nº 1176159), 09/03/2021 (doc. nº 1212188), 09/09/2021 (doc. nº 1342541) e 11/01/2022 (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

III. OPERAÇÃO FRAUDULENTA

56. Antes de passar ao exame das imputações formuladas pela Acusação quanto ao ilícito de operação fraudulenta, considero útil retomar seus contornos e assentar algumas premissas que orientarão a análise deste caso.

57. Essa delimitação mostra-se especialmente relevante porque os fatos discutidos neste processo envolvem uma sucessão de atos **praticados** por diferentes agentes, em momentos e posições distintas, e exigem distinguir, com cuidado, deficiências no exercício da diligência de condutas que efetivamente se integraram ao expediente fraudulento.

III.A. Considerações sobre o ilícito

58. Para orientar o exame das imputações formuladas neste PAS, entendo necessário relembrar, inicialmente, algumas premissas consagradas por esta autarquia acerca dos elementos caracterizadores da operação fraudulenta e dos critérios aplicáveis à individualização da responsabilidade dos diferentes agentes envolvidos em sua execução.

59. Conforme consolidado pela jurisprudência deste Colegiado³³, a caracterização do referido ilícito administrativo exige a verificação cumulativa de três elementos: **(i)** a utilização de ardil ou artifício; **(ii)** destinado a induzir ou manter terceiros em erro; e **(iii)** com a intenção de obter vantagem econômica ilícita para si ou para outrem.

60. A aferição desses elementos depende da análise conjunta dos indícios e contraindícios constantes dos autos, justamente porque, pela própria natureza da fraude e dos expedientes usualmente empregados para ocultá-la, nem sempre haverá prova direta de todos os fatos necessários à caracterização do tipo. Dessa forma, a caracterização do ilícito pode estar embasada em **prova indiciária**, desde que os indícios reunidos sejam sérios, consistentes e convergentes e, quando examinados em conjunto, permitam afastar explicações alternativas

³³ Nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; **(ii)** PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 26/09/2023; **(iii)** PAS CVM nº 19957.007133/2017-92, Rel. Pte. Marcelo Barbosa, j. em 13/08/2019; e **(iv)** PAS CVM nº 10/2014, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 18/06/2019.



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

plausíveis e sustentar, com a segurança exigida no processo sancionador, tanto a ocorrência do ilícito quanto a participação do acusado³⁴.

61. Na prática, o primeiro elemento do tipo – “a utilização de ardil ou artifício” –, pode assumir diferentes formas, conforme o mecanismo empregado pelo agente para viabilizar a fraude³⁵. A jurisprudência deste Colegiado já reconheceu, entre outras hipóteses, a aquisição de ativos superfaturados³⁶, a falsificação de documentos³⁷, a utilização de laudos de avaliação sem substrato econômico³⁸ e o desvio de recursos em relação à utilização ou destinação informada³⁹.

62. Essa última hipótese, para os fins desse caso, merece destaque. Este Colegiado já reconheceu que tal circunstância pode constituir, ela própria, o ardil empregado na operação fraudulenta, quando os recursos são captados sob a representação de que serão empregados em determinada finalidade e, na realidade, são conscientemente direcionados a propósito substancialmente diverso daquele apresentado aos investidores⁴⁰.

63. A existência de um negócio jurídico formalmente constituído para amparar a transferência dos recursos não afasta, por si só, essa conclusão. Ao contrário, conforme já

³⁴ Nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 19957.001450/2022-62, de minha relatoria, j. em 14/10/2025; **(ii)** PAS CVM nº 19957.003549/2018-12, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 31/10/2023; **(iii)** PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 09/02/2021; **(iv)** PAS CVM nº RJ2014/7352, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 16/01/2018; **(v)** PAS CVM nº 11/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21/08/2012; e **(vi)** PAS CVM nº 15/2004, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 04/08/2009.

³⁵ Essa diversidade de meios de execução confere à operação fraudulenta contornos particularmente amplos e flexíveis, incompatíveis com uma enumeração exaustiva das condutas capazes de caracterizá-la. Nesse sentido, Nelson Eizirik observa que “o conceito de operação fraudulenta é muito mais amplo e flexível do que os de criação de condições artificiais de demanda e de manipulação”, sendo difícil elencar exemplos de sua prática, “uma vez que a fraude pode se revestir de múltiplas formas” (cf. Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de capitais: regime jurídico*, 4. ed., São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 706).

³⁶ Nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 02/2013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22/01/2019; **(ii)** PAS CVM nº RJ2015/2017, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/04/2019; e **(iii)** PAS CVM nº 06/07, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 28/09/2010.

³⁷ Nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 19957.003680/2021-85, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 30/11/2023; **(ii)** PAS CVM nº RJ2017/02029, Rel. Pte. Marcelo Barbosa, j. em 17/05/2022; e **(iii)** PAS CVM nº 16/02, Rel. Pte. Marcelo Trindade, j. em 10/10/2006.

³⁸ Nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; **(ii)** PAS CVM nº 19957.001921/2020-71, Rel. Pte. Marcelo Barbosa, j. em 12/07/2022; e **(iii)** PAS CVM nº RJ2015/2127, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/04/2019.

³⁹ PAS CVM nº RJ2014/12081, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 18/06/2019.

⁴⁰ Cf., nesse sentido, PAS CVM nº 19957.009486/2023-75, de minha relatoria, j. em 26/08/2025; e PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 20/12/2023.



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

reconhecido pela CVM, o próprio instrumento contratual pode integrar o artifício fraudulento quando confere aparência de legitimidade a uma transferência que carece de fundamento econômico idôneo⁴¹. Nesse exame, podem assumir especial relevância, entre outras circunstâncias, a destinação dos valores a pessoas ou sociedades relacionadas aos responsáveis pela operação, a ausência de justificativa econômica plausível para o negócio e a desconexão entre a aplicação efetiva dos recursos e a finalidade para a qual foram captados.

64. Isso não significa, contudo, que todo descumprimento da destinação prevista para os recursos caracterize operação fraudulenta. A utilização dos valores em finalidade diversa pode configurar irregularidade de outra natureza sem, necessariamente, preencher o tipo ora examinado. Para tanto, é preciso que as circunstâncias concretas permitam concluir que o desvio se integrou a um expediente destinado a criar ou preservar percepção equivocada acerca da utilização dos recursos e orientado à obtenção de vantagem patrimonial indevida. Nessa linha, a destinação a partes relacionadas ou a ausência de fundamento econômico não operam, isoladamente, como critérios suficientes de responsabilização, mas podem constituir indícios especialmente relevantes, quando examinados em conjunto com os demais elementos da operação⁴².

65. Por sua vez, o **segundo elemento do tipo** refere-se à finalidade do artil ou artifício empregado pelo agente. Nesse sentido, o expediente deve ser destinado a induzir ou manter

⁴¹ Cf. PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 28/02/2023, em que o Colegiado, por maioria, reconheceu o emprego de artil mediante a “celebração de contrato com aparência de legitimidade para acobertar desvio de recursos que carecem de fundamento econômico”. No mesmo sentido, o PAS CVM nº 19957.007963/2020-15, Dir. Rel. João Accioly, j. em 10/09/2024, em que o voto considerou determinante o “desvio de recursos para fins não apenas diferentes dos propostos pela [...] escritura”, especialmente quando acompanhado do propósito de apropriação dos valores.

⁴² Cf. PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 20/12/2023. Embora parte dos recursos tivesse sido utilizada em desconformidade com a escritura, o voto considerou que a posterior anuência dos debenturistas, mediante waiver, havia “descaracteriz[ado], naquele momento, o potencial desvio de recursos”, ressaltando expressamente a situação daqueles que desconheciam o desvio fraudulento posteriormente apurado. V. ainda PAS CVM nº 19957.007963/2020-15, Dir. Rel. João Accioly, j. em 10/09/2024, que, ao examinar emprego dos recursos fora da finalidade prevista, ressaltou que “por si só, o insucesso não caracteriza intuito fraudulento”, atribuindo relevância adicional às relações com o beneficiário e à ausência de avaliação ou cobrança de resultados.



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

terceiros em erro e, nessa medida, **deve ser apto a produzir, direta ou indiretamente, essa falsa percepção**⁴³.

66. Há, portanto, uma relação funcional entre os dois primeiros elementos da operação fraudulenta, de modo que, para a caracterização do ilícito, não basta a existência de um expediente ardiloso em abstrato, sendo necessário que ele seja efetivamente empregado de modo a criar, reforçar ou preservar uma percepção equivocada de terceiros sobre circunstância relevante para a fraude.

67. Essa exigência também delimita o alcance do tipo, uma vez que a mera existência de uma operação economicamente desfavorável, a presença de conflitos de interesses na operação analisada ou mesmo de vantagem expressiva em favor de determinado participante não é suficiente para caracterizar a fraude. Quer dizer, é necessário identificar o recurso enganoso empregado e demonstrar de que maneira ele se destinava a induzir ou manter terceiros em erro⁴⁴.

68. Essa noção de “terceiros”, por sua vez, deve ser compreendida de forma **ampla**. Conforme já foi assentado por este Colegiado, os destinatários do expediente fraudulento não se limitam às partes formais da operação, nem se exige que o sujeito que se pretende induzir ou manter em erro coincida necessariamente com aquele que venha a suportar eventual prejuízo patrimonial decorrente da fraude⁴⁵.

⁴³ Conforme já tive oportunidade de me manifestar, “[o] segundo dos elementos caracterizadores do tipo operação fraudulenta se verifica diante da existência de um agente levado ou mantido em erro – ou a quem se pretenda manter em erro – como consequência, direta ou indireta, do emprego do ardil ou artifício” (PAS CVM nº 19957.000824/2022-22, de minha relatoria, j. em 10/12/2024). No mesmo sentido: PAS CVM nº 19957.009486/2023-75, de minha relatoria, j. em 26/08/2025.

⁴⁴ O Colegiado já afastou imputação de operação fraudulenta mesmo diante de circunstâncias objetivamente preocupantes, ao concluir que elas não demonstravam, sem elementos adicionais, a utilização do expediente enganoso exigido pelo tipo. A esse respeito, cf.: PAS CVM nº 19957.010194/2019-07 e nº 19957.010053/2021-09, Dir. Rel. João Accioly, j. em 13/06/2024. Na oportunidade, o Colegiado registrou que uma remuneração acima do mercado, “ainda que abusiva, não constitui a mesma infração que a fraude”, especialmente quando divulgada, pois seria necessário demonstrar o mecanismo enganoso pelo qual a vantagem foi obtida.

⁴⁵ Vale mencionar, a esse respeito, o PAS CVM nº 02/2013 (Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22/01/2019), em que se consignou que “o significado de ‘terceiros em erro’ tem alcance intencionalmente amplo e não se confunde com o de ‘partes na operação’ [...] nem a ele se limita”, bem como que a pessoa enganada não precisa necessariamente coincidir com aquela que sofre a lesão patrimonial. No mesmo sentido, no PAS CVM nº 19957.002026/2019-30 (Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 26/09/2023) o Colegiado assentou que “o tipo não traz consigo caracterização específica acerca da natureza do vitimado, de modo que não se pode delimitar a sua identificação apenas às partes da operação, se tratando, portanto, de norma intencionalmente aberta”.



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

69. Por fim, o **terceiro elemento do tipo** corresponde justamente ao seu elemento subjetivo: o **dolo**, consubstanciado na intenção do agente de obter vantagem econômica indevida para si ou para terceiros, em potencial prejuízo de outrem. A caracterização da operação fraudulenta exige, portanto, que a conduta esteja **conscientemente orientada** à obtenção dessa vantagem ilícita mediante o ardil empregado.

70. Justamente por exigir uma atuação deliberada, a jurisprudência deste Colegiado é pacífica no sentido de que **a operação fraudulenta não admite modalidade culposa**⁴⁶. Assim, o ilícito pode se materializar **por ação ou por omissão do agente**, mas, em qualquer caso, é necessário que a conduta se integre dolosamente à conduta fraudulenta.

71. A finalidade patrimonial exigida pelo tipo administrativo tampouco se confunde com a necessidade de sua efetiva concretização para a caracterização da operação fraudulenta. Isso porque trata-se de **ilícito de perigo abstrato**, cuja consumação independe tanto da efetiva indução ou manutenção de terceiros em erro quanto da obtenção da vantagem econômica pretendida. O que se exige é que o ardil seja empregado com esse propósito, bastando, sob esse aspecto, demonstrar que a conduta estava orientada à obtenção de vantagem indevida para o agente ou para terceiro⁴⁷.

72. Essas premissas assumem contornos particulares em operações fraudulentas mais complexas, cuja execução se desenvolve por meio da atuação coordenada de diversos agentes e da divisão de tarefas entre eles.

73. Nesses casos, a unidade da fraude não pressupõe que todos pratiquem os mesmos atos, exerçam funções equivalentes ou participem de todas as suas etapas. Uma mesma operação fraudulenta pode resultar da articulação de atuações distintas e complementares

⁴⁶ Nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 26/09/2023; **(ii)** PAS CVM nº 19957.007133/2017-92, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 13/08/2019; **(iii)** PAS CVM nº 05/2008, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 13/12/2012; **(iv)** PAS CVM nº 06/2007, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 28/09/2010; **(v)** PAS CVM nº SP2001/0003, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 12/12/2002; e **(vi)** PAS CVM nº 01/1999, Dir. Rel. Marcelo Trindade, j. em 19/12/2001.

⁴⁷ Como pude desenvolver no âmbito do PAS CVM nº 19957.004791/2020-28 (de minha relatoria, j. em 18/06/2024).



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

desempenhadas por diferentes agentes, cada qual contribuindo, em medida própria, para a execução do esquema destinado à obtenção da vantagem ilícita⁴⁸.

74. Em razão disso, a eventual incidência de sanção administrativa não se restringe apenas a quem idealizou a fraude ou praticou diretamente o ato que mais imediatamente se aproxima do núcleo do tipo. Pode alcançar também aquele que, de forma consciente e voluntária, desempenhou função mais circunscrita, mas prestou contribuição necessária à execução ou concretização da operação⁴⁹. Até porque, restringir a incidência do tipo ao idealizador do esquema ou àquele que praticou os atos mais ostensivos poderia transformar a divisão de tarefas em fator de imunização dos demais agentes que, detentores ou conhecedores do intuito fraudulento maior, contribuíram conscientemente para sua concretização. A proteção da higidez e da integridade do mercado de capitais exige que a responsabilização possa alcançar todos aqueles que efetivamente aderiram à atuação fraudulenta, ainda que em graus e funções distintos.

75. Não obstante, reconhecer que participantes com funções distintas em grandes operações fraudulentas podem responder pela consecução de uma mesma fraude impõe delimitar o grau de conhecimento necessário para afirmar a adesão dolosa de cada um ao ilícito. Em estruturas dessa natureza, não se exige que o agente conheça exaustivamente todas as etapas da fraude, todos os atos praticados pelos demais participantes, os documentos utilizados ou a extensão exata da vantagem pretendida. É possível que o agente conheça

⁴⁸ Essa compreensão foi adotada, com clareza, no PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 26/09/2023. Naquele caso, embora a acusação tivesse individualizado diferentes expedientes empregados no âmbito da gestão de um fundo, o Colegiado considerou que as condutas haviam sido praticadas, em sua maioria, pelo mesmo grupo de pessoas, ao longo do mesmo período, mediante diferentes ardis e no contexto de uma mesma estrutura. Em razão dessa conexão subjetiva, temporal e funcional, entendeu-se que deveriam ser tratadas e apenadas como uma única operação fraudulenta.

⁴⁹ Nesse sentido, a então Diretora Flavia Perlingeiro, em manifestação de voto no PAS CVM nº 19957.003549/2018-12 (Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 31/10/2023), reconheceu que a atuação sancionadora da CVM pode alcançar tanto quem realiza diretamente a conduta descrita no tipo quanto quem, embora não execute seu núcleo, pratica “ação acessória relevante à repercussão da infração administrativa”, desde que tenha contribuído consciente e voluntariamente para a irregularidade, na medida de sua culpabilidade. Em linha semelhante, no PAS CVM nº 19957.001450/2022-62 (de minha relatoria, j. em 14/10/2025), reconheci a responsabilização conjunta de agentes que desempenharam funções distintas, porém complementares, na operação. No caso, enquanto um deles conduzia diretamente as operações, o outro atuava na captação e no convencimento dos investidores e participou dos primeiros anos de execução do esquema.



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

apenas parte de seus contornos e, ainda assim, compreenda suficientemente a natureza fraudulenta da estrutura e o significado de sua própria contribuição.

76. É justamente em razão disso que a **diferença entre dolo e culpa** assume particular relevância em casos envolvendo fraudes compostas pela atuação coordenada de vários agentes. Deixar de identificar uma irregularidade que deveria ter sido percebida, exercer de forma deficiente determinada atividade de supervisão ou mesmo agir com grave negligência são comportamentos qualitativamente distintos de atuar com conhecimento dos elementos que conferem caráter fraudulento à operação e, conscientemente, contribuir para sua execução⁵⁰.

77. As considerações expostas acima, todavia, dizem respeito à possibilidade de responsabilização de vários agentes que tenham contribuído, em diferentes medidas, para a consecução de uma mesma fraude, mas não implica que todos os participantes devam necessariamente receber o mesmo grau de censura. A extensão da participação, a centralidade da atuação e o grau de culpabilidade podem variar substancialmente entre os envolvidos e, como não poderia ser diferente, **devem ser considerados na individualização da eventual resposta sancionadora a ser dada por esta autarquia**.

78. Naturalmente, essa avaliação deve ser realizada à luz das circunstâncias concretas de cada caso⁵¹. Entre os elementos que podem assumir relevância para tanto é possível citar, por exemplo: **(i)** a participação do agente na concepção do esquema; **(ii)** a duração e a continuidade de sua atuação; **(iii)** o grau de autonomia decisória; **(iv)** a natureza e a relevância dos atos que praticou; **(v)** sua capacidade de influenciar ou viabilizar a operação; **(vi)** o nível de conhecimento que detinha acerca de suas diferentes etapas; e, quando pertinente, **(vii)** a vantagem que obteve ou pretendia proporcionar.

⁵⁰ Essa distinção foi explorada no PAS CVM nº 19957.006657/2020-61 (Rel. Pte. João Pedro Nascimento, j. em 27/02/2024). Naquele caso, a acusação atribuía a administradora fiduciária e gestora de determinados FIPs postura omissiva diante de supostas inconsistências na estruturação de investimentos e nos estudos que os embasavam, sustentando que essa omissão teria contribuído para operações fraudulentas. O voto condutor ressaltou, contudo, que não seria possível transpor automaticamente uma possível falta de diligência para o campo da fraude e que seria necessário demonstrar que a atuação dos acusados havia extrapolado os limites da negligência e passado a integrar conscientemente o mecanismo fraudulento, circunstância que não se comprovou naquele caso.

⁵¹ A jurisprudência deste Colegiado ilustra essa análise casuística. A critério exemplificativo, no PAS CVM nº 19957.007133/2017-92 (Rel. Pte. Marcelo Barbosa, j. em 13/08/2019), ressaltou-se expressamente que “o grau de envolvimento” de cada acusado deveria ser considerado na aferição de sua culpabilidade e na individualização das penalidades.



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

79. Ainda que tais circunstâncias não constituam critérios rígidos ou cumulativos, em teoria, elas permitem aferir a posição efetivamente ocupada por cada participante na fraude e, a partir disso, avaliar o grau da sanção aplicável.

80. Por outro lado, a necessidade de individualização da responsabilidade de cada agente em grandes operações fraudulentas demanda cautela na utilização de elementos circunstanciais destinados a demonstrar a própria existência de uma atuação coordenada. A coordenação entre os participantes pode ser inferida do conjunto circunstancial – inclusive da dinâmica, complexidade e sincronia das operações, das relações existentes entre os agentes e da complementaridade das funções por eles desempenhadas⁵² –, mas a mera inserção em determinada dinâmica não é suficiente para estabelecer ou afastar a responsabilidade⁵³.

81. No caso dos **diretores responsáveis**, essa cautela é particularmente relevante. Como já tive a oportunidade de me manifestar⁵⁴, a individualização da conduta de diretores responsáveis deve ser examinada levando em consideração que a regulamentação os constitui como centros de imputação de determinados deveres de organização, supervisão e controle⁵⁵. Essa técnica jurídica não estabelece responsabilidade objetiva nem torna o diretor garantidor universal de todas as atividades da instituição. Ela concentra, em pessoa expressamente designada, o dever de estabelecer e/ou manter estruturas e procedimentos razoavelmente aptos a assegurar o cumprimento da regulamentação aplicável à atividade sob sua responsabilidade⁵⁶.

⁵² Nesse sentido, PAS CVM nº 02/2013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22/01/2019, no qual a atuação coordenada foi inferida, entre outros elementos, das relações anteriormente existentes entre os acusados e da peculiar dinâmica, complexidade e sincronia das operações.

⁵³ Conforme PAS CVM nº 19957.007133/2017-92, Rel. Pte. Marcelo Barbosa, j. em 13/08/2019.

⁵⁴ Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; e (ii) PAS CVM nº 19957.005213/2021-90, de minha relatoria, j. em 06/08/2024.

⁵⁵ “A construção desses núcleos de imputabilidade é uma estratégia legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas dos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais [...]” (PAS CVM nº RJ2010/13301, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 23/10/2012). No mesmo sentido, PAS CVM nº RJ2010/9129, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 09/08/2011.

⁵⁶ “O diretor responsável sempre pode comprovar que promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros” (PAS CVM nº 08/2004, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 06/12/2012). No mesmo sentido, PAS CVM nº RJ2015/12087, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24/07/2018.



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

82. O ponto central, portanto, consiste em verificar se esses elementos, considerados em conjunto, permitem associar o administrador aos atos de concepção, viabilização, execução ou ocultação da fraude e demonstrar que sua atuação se deu com conhecimento suficiente de sua natureza ilícita⁵⁷.

III.B. A operação fraudulenta no caso concreto

83. Estabelecidas essas premissas, entendo que a operação fraudulenta objeto deste PAS possui núcleo mais preciso do que a reunião indiferenciada de todas as irregularidades descritas no Termo de Acusação.

84. A meu ver, três fatos assumem posição central na configuração do expediente: **(i)** a destinação de parcela substancial dos recursos captados a sociedade integrante do próprio bloco de controle da Emissora, em finalidade estranha àquela apresentada aos investidores; **(ii)** a permanência da Emissão, por período superior a um ano, sem a constituição registral da garantia adicional sobre o Imóvel II, cuja exigibilidade havia sido vinculada justamente ao aumento da exposição dos debenturistas; e **(iii)** o comprometimento de 33 lotes integrantes do Imóvel I perante o Município de Barra Mansa, sem que essa restrição à garantia fosse revelada aos investidores.

85. Começo pela destinação dos recursos. A Escritura de Emissão previa que os valores captados fossem empregados na aquisição do Imóvel I, no desenvolvimento do Projeto Barra Mansa e no pagamento de custos e despesas relacionados à emissão e ao empreendimento. Previa, ademais, entre as obrigações adicionais da Emissora, que não fossem concedidos mútuos ou adiantamentos, a qualquer título, a terceiros ou afiliadas sem prévia e expressa autorização dos debenturistas⁵⁸.

86. Apesar disso, ao longo de 2017, R\$15.555.371,00 foram transferidos, de forma fragmentada, à KL Partners, uma das acionistas da Ano Bom. Somente em 30/12/2017 essas movimentações foram formalizadas em contrato de mútuo, com prazo de pagamento de até

⁵⁷ Nesse sentido, PAS CVM nº 19957.003484/2020-20 e nº 19957.012344/2022-12, ambos de minha relatoria, j. em 27/08/2024, e PAS CVM nº 19957.000824/2022-22, de minha relatoria, j. em 10/12/2024.

⁵⁸ Doc. nº 0495955, cláusula III.7 c/c cláusula VII.1, item xxiii.



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

dois anos e incidência de juros de 2% ao ano⁵⁹. O negócio, portanto, não apenas atribuiu aos recursos finalidade diversa daquela anunciada na captação, mas contrariou obrigação expressamente assumida na Escritura quanto à necessidade de autorização prévia dos debenturistas.

87. O mútuo absorveu aproximadamente 43% dos recursos obtidos em emissão destinada a financiar empreendimento essencialmente dependente de capital de terceiros, ao mesmo tempo em que a própria Ano Bom remunerava os debenturistas à taxa de 8,5% ao ano, acrescida de IPCA. Em termos objetivos, a Emissora captou recursos a custo substancialmente superior para, em seguida, colocar parcela expressiva do valor à disposição de sociedade de seu bloco de controle em condições significativamente mais favoráveis à mutuária.

88. Não desconheço o argumento de que sociedades privadas podem celebrar contratos de mútuo e de que a existência de alternativa financeira mais rentável não torna, por si só, ilícita determinada decisão empresarial. Esse argumento, contudo, não enfrenta a peculiaridade do caso. Os valores transferidos não correspondiam a caixa livre de companhia operacionalmente consolidada, mas a recursos obtidos no mercado para finalidades expressamente identificadas na documentação da Oferta. A questão não está, portanto, na licitude abstrata do mútuo, mas na retirada de parcela próxima à metade da captação da esfera de utilização do empreendimento, sem autorização prévia dos debenturistas e sem que se tenha indicado finalidade econômica relacionada ao Projeto Barra Mansa.

89. Tampouco altera essa conclusão o fato de o mútuo constituir crédito contabilmente registrado em favor da Ano Bom ou prever encargos em caso de inadimplemento. O artifício não depende de que o negócio jurídico fosse simulado. Consistiu, neste caso, na **dissociação** entre a utilização dos recursos apresentada aos investidores e aquela que efetivamente lhes foi conferida, preservando-se, durante período relevante, a aparência de que o montante captado permanecia empregado segundo a justificativa econômica que havia fundamentado a Oferta.

90. Essa conclusão é reforçada pelo modo como o próprio negócio é enfrentado nas defesas. A Ano Bom sustenta, essencialmente, que se tratava de contrato privado lícito e que

⁵⁹ Cf. docs. nº 0551628 e 0563136. O Livro Razão registra as transferências realizadas de forma fragmentada ao longo de 2017. Somente em 30/12/2017, após sua realização, o montante acumulado de R\$ 15.555.371,00 foi formalizado em contrato de mútuo.



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 caberia à CVM censurar a opção por considerá-la economicamente desvantajosa. KL Partners e Alexandre Klabin invocam, em linha semelhante, a existência de crédito em favor da Emissora, os mecanismos de cobrança previstos no instrumento e seu posterior adimplemento. Nenhuma dessas explicações, contudo, esclarece qual necessidade do Projeto Barra Mansa era atendida pela disponibilização de mais de R\$15 milhões à acionista da Emissora, nem identifica prestação, ativo ou outra contrapartida relacionada às finalidades para as quais os recursos haviam sido captados⁶⁰. A própria Planner Trustee registra em sua defesa que, uma vez revelado o mútuo, a Emissora foi notificada pela **“destinação de recursos diversa da prevista”** na Escritura⁶¹.

91. A cronologia das deliberações posteriores também é significativa. As transferências ocorreram ao longo de 2017⁶² e foram reunidas em instrumento contratual apenas em 30/12/2017⁶³. Não se identificou aprovação prévia dos debenturistas. Já em 06/04/2018 e 10/04/2018, a CVM havia expedido seus primeiros ofícios de investigação à Emissora e ao agente fiduciário, respectivamente⁶⁴. O Termo de Acusação registra que apenas posteriormente, em assembleia retomada em 29/06/2018, foi estabelecido cronograma para a restituição dos recursos, com retorno de 60% nos três meses subsequentes e do saldo no período remanescente⁶⁵.

92. Quanto a esse último fato, vale ressaltar que a assembleia não foi convocada com ordem expressa para aprovar ou ratificar o mútuo. A AGD iniciada em 21/06/2018 tinha por objeto o eventual vencimento antecipado decorrente da não renovação da classificação de

⁶⁰ Docs. nº 0815997 e 0816028.

⁶¹ “É importante destacar, de início, que a acusação se restringe às demonstrações contábeis da Ano Bom referentes ao exercício de 2017. Após a existência do mútuo em questão ter sido revelada, a Emissora foi devidamente notificada pelo descumprimento da Cláusula III.7 da Escritura de Emissão, **em virtude da destinação de recursos diversa da prevista**, sendo que na AGD realizada em 29/07/2018 (Doc. 07 – Ata AGD DE 29/07/2018), restou aprovada a devolução integral do mútuo concedido pela Emissora para sua controladora até 29/06/2019, dentre outras providências.” (doc. nº 0796717, p. 23).

⁶² comprovação

⁶³ comprovação

⁶⁴ Cf. Ofício nº 83/2018/CVM/SRE/GER-3 (doc. nº 0486127) e Ofício nº 90/2018/CVM/SRE/GER-3 (doc. nº 0489947).

⁶⁵ Doc. nº 0619262. O próprio Termo destaca que a deliberação ocorreu depois dos Ofícios nº 83/2018/CVM/SRE/GER-3, de 06/04/2018, e nº 90/2018/CVM/SRE/GER-3, de 10/04/2018.



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

risco⁶⁶. Nessa ocasião, os debenturistas suspenderam os trabalhos e marcaram sua retomada para 29/06/2018 a fim de analisar proposta da Emissora de repactuação do prazo de pagamento das debêntures, que repercutiria sobre o *rating* então em elaboração. Foi no contexto dessa outra deliberação que surgiu a previsão de devolução dos valores mutuados⁶⁷. O tema, portanto, não constava como item autônomo da ordem do dia e a decisão não traduziu aprovação posterior da destinação conferida aos recursos, mas medida voltada à sua recomposição.

93. A divulgação e a tentativa de recomposição posteriores definem a extensão temporal do erro, mas não alteram a realidade anterior. Até então, os debenturistas tinham razões para compreender que o capital captado se encontrava destinado ao Projeto Barra Mansa e às despesas associadas à Emissão. A retirada de valor tão expressivo para financiar uma acionista era circunstância evidentemente relevante para a avaliação da capacidade da Emissora de executar o empreendimento e honrar a dívida. Com isso, a ausência dessa informação era apta a manter os investidores em erro sobre elemento central da operação.

94. O segundo eixo fraudulento diz respeito ao Imóvel II. A Escritura estabelecia que, superado o montante de R\$20 milhões em debêntures subscritas e integralizadas, a Arco Metropolitano, na qualidade de interveniente garantidora, deveria constituir alienação fiduciária sobre imóvel localizado em Nova Iguaçu. A condição se verificou em 30/03/2017, com a segunda integralização da Oferta. A cláusula IV.4.7 previa que o respectivo contrato

⁶⁶ Cf. Ata de AGD de 21/06/2018: “(i) declaração do vencimento antecipado das Debêntures, face a incidência do Evento de Inadimplemento previsto na cláusula V.I.1, alínea (xviii) da Escritura de Emissão, considerando a não entrega da renovação da nota de classificação de risco das Debêntures emitidas.” (doc. nº 0619260). Vale ressaltar que o referido item da Escritura de Emissão, correspondente a uma hipótese de vencimento antecipado das debêntures previa o seguinte: “(xviii) ato de qualquer autoridade governamental com o objetivo de sequestrar, expropriar, nacionalizar, desapropriar ou de qualquer modo adquirir, compulsoriamente, totalidade ou parte substancial dos ativos, propriedades ou ações da Emissora;”

⁶⁷ “Tendo em vista proposta entregue pela Emissora, e presença Debenturistas detentores de 100% (cem por cento) das Debêntures em circulação deliberaram: (i) extensão do Período de Carência do Valor Nominal Unitário de 24 (vinte e quatro) meses para 36 (trinta e seis) meses, alterando o pagamento da 1ª (primeira) parcela de Amortização de 15 de janeiro de 2019 para 15 de janeiro de 2020, reduzindo o número de parcelas de 60 (sessenta) para 48 (quarenta e oito), sem alteração da data de vencimento da Debênture, sendo mantida as demais condições previstas na cláusula IV.9 da Escritura de Emissão. **Como condicionantes a aprovação do item (i) acima, deliberaram pelo: (i) retorno dos recursos provenientes do mútuo identificado nas demonstrações financeiras datadas de 31 de dezembro de 2017**, em até 12 meses contados da presente data, sendo que 60% (sessenta por cento) de referidos recursos devem retornar em até 3 (três) meses, onde a comprovação será realizada a partir do envio de demonstrativos bancários.” (docs. nº 0619260 e 0619262).



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

fosse firmado e registrado no prazo de 45 dias a contar desse evento, sem prejuízo do prazo de cura de 45 dias úteis previsto na cláusula VI.2 após a citação do agente fiduciário⁶⁸.

95. Ocorre que, ainda em 2018, mais de um ano depois da verificação da condição, ainda não havia formalização da alienação fiduciária da garantia. A defesa procurou contextualizar essa situação mediante a adjudicação do bem a pessoa ligada à entidade garantidora, a natureza rural do imóvel e as dificuldades decorrentes do georreferenciamento e das exigências do INCRA e do Registro de Imóveis. Também apresenta providências voltadas à regularização. Esses elementos explicam as dificuldades enfrentadas, mas não modificam o fato de que, durante longo período, os debenturistas permaneceram sem a proteção real que a Escritura havia associado ao aumento de sua exposição e, durante um ano, sem justificativa para tal⁶⁹.

96. Foi somente após a expedição dos primeiros ofícios da CVM, em 06/04/2018 e 10/04/2018, que passaram a ser adotadas providências para a regularização do Imóvel II. Em 19/04/2018, os debenturistas concederam 90 dias adicionais para apresentação do registro da alienação fiduciária, embora essa matéria não constasse expressamente da ordem do dia da AGD⁷⁰. Não concluída a regularização, em 27/07/2018, decidiram não declarar o vencimento antecipado das debêntures e prorrogaram o prazo de regularização da garantia até 11/08/2018, com exigência de apresentação dos protocolos registrai⁷¹. Segundo a Planner Trustee, a Ano Bom protocolou o registro em 10/08/2018, mas o pedido foi objeto de exigências pelo Registro de Imóveis; em 14/08/2018, houve nova prorrogação, até 23/08/2018⁷².

97. A meu ver, a repactuação do prazo podia disciplinar a futura constituição da garantia, mas não conferir retroativamente à operação uma condição jurídica que ela não possuía quando a garantia já era exigível. Por meses, o Imóvel II permaneceu sem ser validamente constituído em garantia, sem justificativa formal ou deliberação tempestiva dos debenturistas para postergar essa obrigação. As providências adotadas apenas após os ofícios da CVM podem evidenciar uma tentativa posterior de remediar a irregularidade, mas não diminuem a

⁶⁸ Doc. nº 0495955, cláusulas IV.4.7, VI.1 e VI.2.

⁶⁹ Docs. nº 0495951 e 0815997.

⁷⁰ Doc. nº 0619247.

⁷¹ Doc. 9 do doc. nº 0602837 e ata da AGD de 27/07/2018.

⁷² Doc. 10 do doc. nº 0602837; cf. também 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

gravidade da situação anteriormente existente nem sua relevância para a caracterização da fraude.⁷³.

98. A esses dois fatos soma-se um terceiro núcleo, relacionado à garantia constituída sobre o Imóvel I. Seis dias antes da celebração da Escritura de Emissão, em 09/12/2016, a Mape, então proprietária do Imóvel I, celebrou com o Município de Barra Mansa o Termo de Compromisso nº 007/SMPU/2016, pelo qual 33 lotes ficaram vinculados à participação da Ano Bom nos custos iniciais das obras de abastecimento de água e esgotamento sanitário, até o limite de R\$1,6 milhão. A obrigação foi posteriormente refletida no registro imobiliário quando o terreno foi transferido à Ano Bom, em 15/03/2017⁷⁴.

99. A defesa invoca, para afastar o problema, AGD realizada em 08/05/2017. Pela ata juntada aos autos, a Emissora teria sido autorizada a caucionar, alienar fiduciariamente ou dar em garantia ao Município os 33 lotes, durante o período necessário à execução das obras de infraestrutura, prevendo-se que, após o “Aceite” municipal, eles voltariam a ser abrangidos pela garantia dos debenturistas no prazo de 30 dias⁷⁵.

100. Esse documento, contudo, não permite concluir que a vinculação tenha sido levada ao conhecimento dos próprios debenturistas. Em sede de defesa, a Fornax afirmou não ter participado nem sequer tido conhecimento da assembleia, na qual o Illuminati foi representado pela Planner, sua administradora à época; o Sculptor, por sua vez, não teria comparecido,

⁷³ Em sentido semelhante, ao examinar a situação dominial dos imóveis integralizados pela Espaço Engenharia no PAS CVM nº 19957.007976/2020-94 (Dir. Rel. João Accioly, j. em 08/09/2026) pude postular que a formalização posterior da aquisição não modifica a condição jurídica existente no momento relevante da operação: pode evidenciar providência corretiva superveniente, mas não retroage para eliminar a deficiência então existente.

⁷⁴ “CLÁUSULA QUINTA DA GARANTIA DA EXECUÇÃO DA INFRAESTRUTURA: Os lotes 28 e 29 da Quadra 3; 3 da quadra 2; 14 e 15 da quadra 5; 1 e 2 da quadra 6; 22 e 23 da quadra 7; 8 e 9 da quadra 8; 14 e 15 da quadra 9; 1 da quadra 10; 3,4 e 11 da quadra 11; 15 e 16 da quadra 12; 1 da quadra 13; 15 e 16 da quadra 15; 1 da quadra 16; 18 da quadra 17; 1 da quadra 18; 25 e 41 da quadra 19; 2 da quadra 20; 13 da quadra 21; 11 da quadra 22; 1 da quadra 23; 7 da quadra 24 e 7 da quadra 25, **serão caucionados a PMBM, no prazo de 30 (trinta) dias a contar do Registro do Loteamento no cartório de Registro de Imóveis, como garantia para complementação de infraestrutura, caso esta não seja executada pela EMPREENDEDORA.** Parágrafo primeiro: Os lotes acima só poderão ter suas cauções levantadas após a execução de toda a infraestrutura do empreendimento e do devido “Aceite” do mesmo. Parágrafo segundo: Decorridos 4 (quatro) anos a partir da data da aprovação do projeto de parcelamento, não estando completa a infraestrutura exigida, todos os lotes caucionados passarão imediatamente ao domínio e posse do município.” (doc. nº 0595556, anexo 02, p. 13).

⁷⁵ Doc. nº 0606190.



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

embora a ata registre a presença da totalidade dos debenturistas⁷⁶. A isso se somam as demais inconsistências identificadas na apuração: a AGD era posterior às duas subscrições da Oferta, realizadas em janeiro e março de 2017; a cópia apresentada não continha evidência de arquivamento em Junta Comercial; e a Emissora não apresentou o livro de presença solicitado pela CVM, alegando seu extravio. Não considero necessário aderir à inferência da Acusação de que a assembleia teria sido produzida posteriormente. Basta reconhecer que a ata não sana a omissão existente no momento das subscrições nem constitui evidência segura de posterior ciência e anuência dos debenturistas.

101. O problema, portanto, não se limita a uma deficiência informacional periférica. Quando as debêntures foram subscritas, parte do imóvel apresentado como elemento central da estrutura de garantias já estava vinculada ao cumprimento de obrigação perante o Município, circunstância posteriormente refletida no próprio registro imobiliário. Essa restrição fragilizava a extensão da proteção patrimonial oferecida aos investidores e não lhes foi revelada. Ao permitir que a Emissão fosse estruturada e integralizada sem que essa circunstância fosse conhecida, o expediente era apto a manter os debenturistas em erro sobre a própria consistência da garantia que amparava seu investimento.

102. Diversa é a questão do número da matrícula do Imóvel I. A Escritura referiu-se inicialmente à matrícula nº 10.604; o 3º Aditamento passou a indicar a matrícula nº 4.609; e a matrícula corrente da área destinada ao empreendimento era, na realidade, a nº 10.841. A falha era relevante. Em uma operação na qual parcela importante da proteção patrimonial dependia da alienação fiduciária de imóvel, a indicação correta do registro não constituía informação periférica.

103. No entanto, as defesas demonstram que os três números estavam relacionados à cadeia registral da mesma área física, em razão das sucessivas operações de desmembramento e georreferenciamento. O Termo de Acusação também registra que o desmembramento que deu

⁷⁶ “Em que pese existir uma ata de Assembleia Geral de Debenturistas, datada de 08 de maio de 2017, em que foi aprovada a autorização para a Emissora caucionar determinados lotes do Imóvel I para a Prefeitura Municipal de Barra Mansa, a Gestora não participou, ou sequer teve conhecimento da referida assembleia. Nessa oportunidade, o Fundo Illuminati foi representado pela Planner, sua administradora à época, e o Fundo Sculptor não compareceu à referida assembleia, apesar de constar na referida ata que estavam presentes a totalidade dos debenturistas.” (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

origem à matrícula nº 10.841 havia sido formalizado ainda em 23/09/2016, antes da Escritura. A falha, portanto, não consistiu na indicação de terreno materialmente diverso, mas na utilização sucessiva de referências registrais que já não correspondiam à matrícula vigente. A correção para nº 10.841 teria sido deliberada na AGD de 08/05/2017, com autorização para os ajustes dos instrumentos da emissão⁷⁷. Nessa medida, embora a sucessão de erros revele deficiência relevante na preparação e verificação dos documentos da Oferta, não a considero, sem elemento adicional, um artifício fraudulento autônomo.

104. As demais irregularidades apontadas pela Acusação podem ser relevantes para reconstruir o contexto da Emissão ou aferir o cumprimento dos deveres próprios dos participantes, mas não apresentam, a meu ver, a mesma aptidão para caracterizar artifício destinado a manter terceiros em erro.

105. É o caso, em primeiro lugar, do reduzido capital social da Ano Bom. A regulação não estabelecia proporção mínima entre o capital próprio da companhia e o valor das debêntures emitidas, e não considero possível qualificar como fraude a simples estruturação de projeto altamente alavancado.

106. Considerações semelhantes se aplicam aos pagamentos à C-CON Construtora Ltda., empresa contratada para a execução das obras do Projeto Barra Mansa. O contrato de empreitada global juntado aos autos previa serviços de terraplanagem, drenagem, instalações hidráulicas e elétricas, pavimentação e paisagismo, pelo valor total de R\$18,8 milhões, com desembolso inicial relevante⁷⁸. A Acusação questionou a antecipação da contratação diante da inexistência, à época, de licença ambiental que permitisse o início das obras. A Ano Bom, por sua vez, afirmou que o projeto se encontrava aprovado, que havia expectativa de início rápido da execução e que a contratação antecipada permitira obter condição econômica favorável para a obra⁷⁹.

107. A decisão pode ser questionável e o adiantamento podia demandar autorização à luz das restrições da Escritura. Isso, contudo, é distinto de demonstrar fraude. O contrato tinha objeto diretamente relacionado ao empreendimento que justificava a emissão, e não há nos

⁷⁷ Docs. nº 0495955 e 0606190.

⁷⁸ Doc. nº 0563133.

⁷⁹ Docs. nº 0615157 e 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

autos prova de que a C-CON fosse empresa fictícia, de que os serviços contratados não fossem reais ou de que os valores tenham retornado aos responsáveis pela Emissora. A distinção é importante.

108. O mesmo raciocínio se aplica, com as adaptações necessárias, às movimentações em favor da Ideas Real Estate e da Pin Sociedade Individual de Advocacia. Quanto à Ideas, o próprio Livro Razão descreve três pagamentos realizados em fevereiro e março de 2017: R\$266.382,53 por serviços de prospecção e análise de projetos imobiliários e de sua viabilidade; R\$153.000,00 por análise de demanda na região do loteamento de Barra Mansa; e R\$97.700,00 por estudo de topografia e georreferenciamento da área⁸⁰. Além de tais objetos apresentarem relação concreta com a atividade imobiliária da companhia, a documentação societária juntada pela defesa indica que Alexandro Pin ainda não integrava a administração da Ideas quando os pagamentos foram realizados e jamais foi seu acionista.

109. Quanto à Pin Sociedade Individual de Advocacia, foram apresentados contratos de prestação de serviços celebrados em 20/10/2016 e 31/10/2016, anteriores à eleição de Pin para a diretoria da Ano Bom, além de aditamento de 20/01/2017, que estendeu o escopo dos trabalhos aos projetos Barra Mansa e Arco Metropolitano sem alteração do preço contratado⁸¹. Os instrumentos abrangiam a elaboração e análise de contratos com fornecedores, construtores e agentes de venda, consultoria jurídica, análise das áreas e trabalhos relacionados à estruturação das debêntures. Os lançamentos contábeis de fevereiro de 2017 descrevem serviços de mesma natureza. Tais atividades encontram correspondência, inclusive, na Escritura, que expressamente admitia o emprego dos recursos em despesas da emissão, entre elas a contratação de escritório de advocacia.

110. Nessas duas situações, portanto, o conjunto probatório não se limita à existência de pagamentos. Há descrição das contraprestações e documentos que as relacionam a atividades da Emissora e do empreendimento. Ausente prova de que os serviços fossem fictícios, de que os valores tenham retornado aos administradores ou de que os contratos tenham servido de

⁸⁰ Doc. nº 0551628, pp. 34-37.

⁸¹ Docs. nº 0796647, 0796648 e 0796649.



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

mera fachada para retirada de recursos, não considero possível equipará-los ao mútuo concedido à KL Partners.

111. A movimentação em favor da Absolute Value Advisers S.A. é menos linear. O Livro Razão registra pagamento de R\$639.319,00, em 30/10/2017, referente a serviços de viabilidade e pesquisa mercadológica de empreendimento situado em Nova Iguaçu, denominado Arco Metropolitano⁸². Não localizei nos autos, para essa operação, instrumento contratual que permita reconstruir sua causa com o mesmo grau de precisão verificado nos serviços jurídicos. De outro lado, o próprio registro contábil identifica uma contraprestação relacionada a empreendimento imobiliário, e não há prova de que os serviços não tenham sido prestados ou de que os recursos tenham retornado a qualquer dos acusados. Nessas circunstâncias, a movimentação suscita dúvidas, mas não permite, com a segurança exigida em processo sancionador, qualificá-la como desvio fraudulento.

112. A revisão das dimensões do Projeto Barra Mansa também não constitui, isoladamente, artil. Em novembro de 2017, levantamento georreferenciado levou à redução de aproximadamente 7,99% da área loteável, embora a área total do imóvel tenha aumentado. A alteração podia decorrer de condicionantes urbanísticas ou técnicas supervenientes e não há elemento que demonstre ter sido previamente conhecida e ocultada no momento da Oferta. Sua importância reside em outro ponto: tratava-se de modificação das premissas econômicas de empreendimento cuja geração de caixa sustentava o pagamento das debêntures, o que recomendava a revisão do estudo de viabilidade, das projeções de venda e da classificação de risco⁸³.

113. Por fim, as diferenças entre as avaliações da York, da Colliers e da Ideas Real recomendavam maior escrutínio, sobretudo porque a York, utilizada na estruturação da Oferta, chegou ao valor mais elevado, de R\$450,00/m², frente a R\$350,00/m² e R\$316,00/m² nos demais estudos. No entanto, a Acusação não demonstrou, a partir desse descompasso, que a avaliação supostamente “mais otimista” tenha sido empregada como artifício para manter

⁸² Doc. nº 0551628, pp. 34-37 e doc. nº 0796631.

⁸³ Docs. nº 0558603 e 0602835. O dado objetivo apurado foi redução de 13.635,08 m² da área loteável, equivalente a aproximadamente 7,99%, embora a área total tenha aumentado.



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

terceiros em erro. Sem elementos adicionais nesse sentido, entendo que a divergência, por si só, não é suficiente para caracterizar fraude.

114. Caracterizados, quanto aos três núcleos que enumerei no início desta seção, o artifício e sua aptidão para manter terceiros em erro, passo à análise individual da atuação dos acusados. Cumpre verificar, em relação a cada um deles, se os elementos dos autos demonstram não apenas o conhecimento do expediente empregado, mas também a finalidade específica de obter, para si ou para terceiro, vantagem ilícita de natureza patrimonial.

Da responsabilidade da Ano Bom, KL Partners, 55 Empreendimentos, Alexandre Klabin, Ricardo Barbosa e Alexandro Pin

115. A partir dessa delimitação, entendo comprovada a responsabilidade da Ano Bom. Foi a Emissora quem captou os recursos sob destinação expressamente definida, promoveu as transferências à KL Partners e formalizou, posteriormente, o mútuo em condições desfavoráveis. A companhia também era responsável pelas informações prestadas no âmbito da Oferta e pela execução das obrigações assumidas perante os debenturistas. Essa responsabilidade abrangia, em particular, a estrutura de garantias da Emissão, cuja constituição e regularidade integravam as obrigações expressamente assumidas na Escritura⁸⁴. Sua atuação situa-se, portanto, no centro da operação fraudulenta⁸⁵.

116. A defesa sustenta que o mútuo era negócio privado lícito, contabilmente registrado e posteriormente levado ao conhecimento dos investidores. Como já exposto, nenhuma dessas circunstâncias enfrenta o ponto determinante. A fraude não decorre da ilicitude civil do contrato, mas do uso de recursos captados para finalidade determinada em benefício de sociedade relacionada, sem autorização prévia e em condições economicamente incompatíveis com os interesses da Emissora. A posterior contabilização apenas tornou visível uma operação já consumada.

⁸⁴ Cf. cláusulas I.2, II.10, IV.4.1, IV.4.2, IV.4.7 e IV.4.8 da Escritura de Emissão (doc. nº 0495955). A AGE da Emissora delegou à Diretoria poderes para adotar as providências necessárias ao cumprimento das deliberações aprovadas; a Escritura, por sua vez, previa o registro das garantias e atribuía à Emissora a entrega ao agente fiduciário das respectivas vias registradas.

⁸⁵ Docs. nº 0495955, 0551628 e 0563136.



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

117. Essa conclusão não se altera pelas deliberações posteriores dos debenturistas. É certo que este Colegiado já reconheceu que a aprovação posterior, em AGD, da utilização de recursos em finalidade diversa daquela originalmente prevista pode, conforme as circunstâncias do caso, regularizar o inadimplemento correspondente⁸⁶. A situação aqui examinada é distinta. A AGD de 29/06/2018 não aprovou o mútuo nem ratificou a utilização pretérita dos recursos pela KL Partners. Deliberou, ao contrário, por sua restituição, estabelecendo cronograma para o retorno dos valores à Emissora⁸⁷. Não se está, portanto, diante de consentimento posterior com a destinação conferida aos recursos, mas de providência destinada a remediar utilização que não havia sido previamente autorizada.

118. Também é relevante, nesse contexto, que a deliberação ocorreu somente após o início das diligências da Autarquia. Essa circunstância, isoladamente, não retiraria eficácia a uma manifestação válida dos debenturistas, mas reforça, no conjunto probatório, o caráter corretivo da medida e afasta a possibilidade de tratá-la como elemento integrante da decisão originalmente tomada quanto à utilização dos recursos. Até então, não havia sido identificada autorização dos debenturistas para o mútuo, embora a Escritura vedasse expressamente a concessão de mútuos ou adiantamentos a terceiros ou afiliadas sem sua prévia e expressa autorização⁸⁸.

119. A responsabilidade da Ano Bom tampouco se limita à destinação dos recursos. Quanto ao Imóvel I, a Emissora adquiriu o bem já com o comprometimento dos 33 lotes refletido em seu registro imobiliário e, ainda assim, manteve perante os investidores uma estrutura de garantia que não revelava essa restrição. Não se tratava, portanto, de circunstância externa à companhia ou de difícil conhecimento, mas de limitação incidente sobre imóvel de sua própria titularidade e oferecido em garantia das Debêntures.

120. O mesmo se aplica ao Imóvel II. Embora a alienação fiduciária coubesse formalmente à Interviente Garantidora, a constituição e o registro da garantia integravam expressamente a estrutura da Emissão, e a própria Ano Bom assumiu obrigações relacionadas à sua

⁸⁶ Foi o que ocorreu no PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, em que os debenturistas concederam expressamente *waiver* quanto à destinação dos recursos e ratificaram a utilização dos valores tal como realizada pela emissora (PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 20/12/2023).

⁸⁷ Doc. nº 0619262.

⁸⁸ Docs. nº 0495955, 0602835 e 0602837.



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

formalização, inclusive a de entregar ao agente fiduciário a respectiva via registrada. A Emissora, portanto, não podia permanecer alheia ao fato de que, implementada a condição contratual, a garantia continuava sem registro por período prolongado, enquanto a Emissão permanecia em curso sem que essa deficiência fosse tempestivamente submetida aos debenturistas.

121. Configurado o dolo da Emissora, passo à análise da conduta de seus sócios e administradores. À época da Oferta, 55 Empreendimentos e KL Partners integravam diretamente o quadro societário da Ano Bom. Ricardo Barbosa, único sócio da 55 Empreendimentos, e Alexandre Pin exerceram a diretoria da Emissora entre 18/11/2016 e 20/09/2017. Alexandre Klabin, embora não figurasse formalmente como administrador da Ano Bom, era sócio da KL Partners e, portanto, mantinha vínculo societário indireto com a Emissora.

122. A KL Partners ocupa posição igualmente central no expediente doloso. Além de ser acionista da Ano Bom, foi a destinatária direta dos R\$15,5 milhões provenientes da captação. Com isso, recebeu a disponibilidade desses recursos por até dois anos, à taxa de 2% ao ano, enquanto a mesma fonte de recursos onerava a Emissora a 8,5% ao ano acrescidos de IPCA. A existência de obrigação de restituição não elimina a vantagem financeira produzida pelo empréstimo⁸⁹.

123. Tampouco foi apresentada justificativa econômica que reconectasse o mútuo às finalidades da Emissão. A defesa de KL Partners e Alexandre Klabin concentra-se na licitude civil do negócio, em seu registro contábil e na existência de crédito em favor da Ano Bom, mas não indica qual necessidade do Projeto Barra Mansa era atendida pela disponibilização dos recursos à mutuária ou qual contraprestação relacionada à Oferta teria sido por ela prestada⁹⁰. Como já exposto, a caracterização do negócio como empréstimo privado não afasta o desvio; apenas confirma que parcela substancial dos recursos captados foi colocada à disposição de sociedade integrante da estrutura de controle para finalidade estranha àquela anunciada na captação.

⁸⁹ Docs. nº 0551628 e 0563136.

⁹⁰ 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

124. A participação de Alexandre Klabin não decorre, por sua vez, apenas de sua condição de sócio da KL Partners. Há elementos de sua atuação concreta na condução do empreendimento antes e durante a Oferta. A contratação dos serviços jurídicos destinados, entre outros fins, à estruturação da emissão foi negociada diretamente por Klabin, que figurou como contratante nos respectivos instrumentos, tendo a Ano Bom como terceira interessada⁹¹. Também há registro de sua participação em tratativas com a Prefeitura de Barra Mansa relativas ao Projeto⁹². Esses elementos, associados à sua posição na sociedade diretamente beneficiada pelo desvio, afastam a alegação de que permanecia inteiramente alheio aos negócios da Emissora. O fato de sua eleição formal como administrador da KL Partners ter ocorrido apenas em 17/04/2018 não altera essa conclusão, pois não fundamenta sua responsabilidade no exercício daquele cargo, mas em sua atuação concreta nos fatos e em seu vínculo direto com a beneficiária do expediente⁹³.

125. A conclusão é distinta quanto à 55 Empreendimentos. A sociedade era acionista da Ano Bom e tinha Ricardo Barbosa como único sócio. Esses elementos permitem compreender a estrutura societária da Emissora, mas não individualizam sua participação no ilícito. Não foi demonstrado ato praticado pela 55 Empreendimentos na transferência dos recursos à KL Partners, na celebração do mútuo, nem que a sociedade tenha recebido parcela dos valores desviados ou auferido vantagem patrimonial com a operação⁹⁴.

126. A responsabilização pela realização de operação fraudulenta não pode decorrer automaticamente da posição ocupada na cadeia societária. É necessário demonstrar a correlação entre a conduta do acusado e o expediente fraudulento, bem como sua adesão consciente à prática⁹⁵. Ausente essa individualização quanto à 55 Empreendimentos, entendendo não haver elementos suficientes para sua responsabilização.

127. A situação de Ricardo Barbosa, contudo, não se confunde com a da sociedade de que era sócio. Ricardo foi eleito diretor da Ano Bom em 18/11/2016 e permaneceu na

⁹¹ Doc. nº 0796648.

⁹² Docs. nº 0796648 e 0558603.

⁹³ Doc. nº 0816028.

⁹⁴ Docs. nº 0495891 e 0563146.

⁹⁵ Cf. PAS CVM nº 19957.012126/2022-70, Rel. Pte. João Pedro Nascimento, j. em 06/06/2023.



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

administração durante a captação e parcela relevante do período em que ocorreram as transferências à KL Partners. Ao mesmo tempo, além de ser o único sócio da 55 Empreendimentos, era procurador da Kings Bay Holdings LLC, acionista da própria KL Partners⁹⁶. Também exercia a administração quando o Imóvel I foi adquirido pela Ano Bom e, mais do que isso, representou pessoalmente a Emissora no ato registral em que ficou consignada a vinculação dos 33 lotes em favor do Município de Barra Mansa⁹⁷. Sua ciência quanto ao ônus que incidia sobre parte do imóvel oferecido em garantia aos debenturistas era, portanto, inequívoca. Também permanecia na administração quando, superado o montante de R\$ 20 milhões captados, tornou-se exigível a constituição da garantia sobre o Imóvel II.

128. Assim, sua responsabilização não deriva simplesmente do cargo de diretor ou de sua posição societária. A atuação na gestão financeira da sociedade que transferiu os recursos se somava à sua representação de uma das sócias da sociedade que os recebeu. Considerado esse conjunto, entendo suficientemente demonstrada sua participação consciente na utilização dos valores captados em benefício da KL Partners. Somam-se a isso circunstâncias diretamente relacionadas às garantias da Emissão: Ricardo tinha conhecimento direto da restrição incidente sobre o Imóvel I, que não foi revelada na documentação da Emissão, e, durante sua gestão, deixou transcorrer o prazo para constituição da garantia adicional do Imóvel II sem regularização ou comunicação tempestiva aos debenturistas. Considerado esse conjunto, entendo suficientemente demonstrado que Ricardo conhecia os elementos centrais do expediente e participou conscientemente de sua execução.

129. A situação de Alexandro Pin exige análise mais cuidadosa. Não acolho integralmente a premissa acusatória de que todas as sociedades contratadas pela Ano Bom fossem empresas das quais ele era sócio ou administrador no momento das operações⁹⁸. Também não considero que a simples contratação de seu escritório de advocacia, iniciada antes de sua eleição, seja

⁹⁶ Docs. nº 0495891, 0496268 e 0563146.

⁹⁷ Doc. nº 0595556, anexo 02, p. 8.

⁹⁸ Os pagamentos à Ideas Real ocorreram em 15/02/2017 e 06/03/2017, enquanto o acusado somente ingressou em sua diretoria em 25/05/2017. Quanto à Absolute, o acusado exerceu a diretoria entre 03/05/2017 e 25/09/2017, ao passo que o pagamento questionado foi realizado em 30/10/2017, quando já havia deixado também a administração da Ano Bom. A contratação de seu escritório de advocacia, por fim, teve início antes de sua eleição para a diretoria e possuía objeto relacionado à estruturação jurídica da Emissão e aos projetos da companhia (cf. docs. nº 0551628, 0796631 e 0796648).



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

suficiente para caracterizar fraude. Com efeito, os objetos dos contratos examinados, incluindo aqueles celebrados com a Ideas Real e a Absolute, parecem, em princípio, compatíveis com a destinação dos recursos prevista na Escritura de Emissão, não havendo elementos suficientes para concluir que essas contratações, por si, integrassem o expediente fraudulento.

130. Isso, contudo, não o afasta do ilícito. Alexandro Pin foi eleito diretor da Ano Bom em 18/11/2016, participou da estruturação jurídica da emissão e permaneceu formalmente no cargo durante a captação e a totalidade das transferências identificadas à KL Partners em 2017. Sua própria defesa reconhece que acompanhava a regularidade documental, o andamento dos projetos e os contatos relacionados à liberação dos recursos da conta vinculada. Reconhece, ainda, que tomou conhecimento de negociações entre Ano Bom e KL Partners, de divergências entre os laudos imobiliários e de circunstâncias que o levaram a manifestar intenção de se desligar. Nesse mesmo período, a Ano Bom adquiriu o Imóvel I com o comprometimento dos 33 lotes em favor do Município expressamente refletido no registro imobiliário por ocasião da própria transferência, circunstância especialmente relevante diante de sua atuação na análise da documentação imobiliária, e implementou-se a condição que tornou exigível a garantia adicional sobre o Imóvel II.

131. Em tal contexto, a alegação de que as movimentações bancárias eram conduzidas por Ricardo Barbosa não é suficiente para afastar sua responsabilidade. Embora sustente que suas atribuições se restringiam às questões jurídicas, não havia, ao que consta, delimitação formal de competências que o eximisse dos deveres inerentes à administração da companhia. Tampouco se mostra convincente que, apesar de acompanhar a liberação dos recursos da conta vinculada e o desenvolvimento dos projetos, desconhecesse inteiramente as movimentações financeiras da emissora, sobretudo diante das negociações com a KL Partners que admite conhecer.

132. Alexandro Pin ocupava posição na administração e, sobretudo, desempenhava a função jurídica que lhe permitia conhecer as limitações de destinação previstas na Escritura. Essa mesma função o colocava em posição particularmente próxima das condições jurídicas das garantias que estruturavam a Emissão. Não se pode, ademais, desconsiderar que as transferências à KL Partners tiveram início em 01/02/2017, quando, segundo sua própria



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

versão, ainda participava das atividades da companhia, e prosseguiram em abril, agosto e até 13/09/2017, às vésperas da formalização de sua renúncia. Ainda assim, permaneceu na estrutura durante a execução da captação e não há evidência de medida concreta destinada a impedir, denunciar ao agente fiduciário ou submeter aos debenturistas a destinação dos recursos à KL Partners, a restrição incidente sobre o Imóvel I ou a ausência prolongada de formalização da garantia sobre o Imóvel II. A sua participação, portanto, é mais circunscrita que a dos agentes diretamente beneficiados, mas integra, a meu ver, a execução do expediente.

133. A alegação de que pretendia se desligar da companhia, inclusive por desconforto com determinadas características da operação, não conduz a resultado diverso. Ao contrário, demonstra que o acusado identificou circunstâncias que lhe causavam preocupação⁹⁹. Segundo afirma, manifestou sua intenção de deixar a diretoria entre fevereiro e março de 2017, mas somente formalizou a renúncia em setembro, cerca de seis meses depois. Causa estranheza que um advogado, responsável justamente pela regularidade documental da companhia, tenha permanecido formalmente investido na administração por período tão prolongado, sem demonstrar providências eficazes para assegurar seu desligamento. A alegação de que desconhecia a permanência no cargo até setembro tampouco se mostra convincente, sobretudo porque não era um terceiro estranho à estrutura societária, mas um de seus administradores. Apesar desse conhecimento, continuou formalmente investido na administração durante período sensível da emissão, sem demonstrar atuação efetiva para interromper ou revelar os expedientes acima examinados.

134. Também não merece acolhida a alegação de desconhecimento das regras aplicáveis ao mercado de valores mobiliários, especialmente porque o próprio acusado reconhece ter prestado serviços para a estruturação da emissão de debêntures. Nesse contexto, sua conduta revela, no mínimo, grave negligência no exercício das funções de administrador. Consideradas, porém, as circunstâncias que admite ter conhecido e sua prolongada omissão

⁹⁹ Chama atenção o exposto reconhecimento desses elementos em defesa (doc. n° 0796631, p. 26): “Algumas questões foram essenciais a decisão do Acusado de renúncia ao cargo e dentre elas podemos citar as principais: (i) desconhecimento do mercado de ações junto a regimes de previdência social; (ii) desconhecimento do regimento do órgão fiscalizador (CVM) e das condições para o desenvolvimento do empreendimento; (iii) negociações pessoais mantidas entre as Empresas Ano Bom e KL Parter, avalizadas pelo Diretor Ricardo; (iv) divergência entre os laudos imobiliários; (v) impossibilidade de fiscalização nas movimentações bancárias.”



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

diante delas, entendo que o conjunto indiciário é mais compatível com uma abstenção consciente do que com o simples desconhecimento das irregularidades.

135. Não ignoro, por outro lado, que a Acusação não apresentou prova direta de sua participação nas transferências à KL Partners, de sua intervenção na celebração do contrato de mútuo ou da obtenção de benefício econômico pessoal. Tampouco há elementos que indiquem que fosse beneficiário das sociedades destinatárias desses recursos. A ausência de vantagem patrimonial própria, contudo, não afasta, por si, a configuração de operação fraudulenta, cujo conceito também abrange a obtenção de vantagem ilícita para terceiros. A meu ver, os elementos examinados em conjunto permitem reconhecer sua contribuição consciente para o expediente, ainda que por omissão, sem que se possa equiparar sua atuação à dos agentes que diretamente determinaram ou se beneficiaram dos desvios. Essa diferença deverá ser considerada na dosimetria da penalidade.

136. Concluo, portanto, que Ano Bom, KL Partners, Alexandre Klabin, Ricardo Barbosa e Alexandro Pin são responsáveis pela operação fraudulenta descrita acima. Quanto à 55 Empreendimentos, o conjunto probatório não permite individualizar, com a segurança necessária, contribuição consciente para o expediente fraudulento, razão pela qual voto por sua absolvição.

Da responsabilidade da Planner Trustee

137. Como já reconhecido por este Colegiado, a mera deficiência no exercício dos deveres do agente fiduciário não pode ser automaticamente convertida em operação fraudulenta¹⁰⁰. É necessário demonstrar que a omissão ultrapassou os limites da negligência e passou a integrar, de forma consciente, o mecanismo empregado para manter os investidores em erro. Entendo que esse limiar, que pode ser bastante sutil no caso do agente fiduciário, foi ultrapassado neste caso. Para demonstrá-lo, é preciso partir dos deveres que concretamente incidiam sobre sua atuação na Emissão.

¹⁰⁰ Cf. PAS CVM nº 19957.006657/2020-61, Rel. Pte. João Pedro Nascimento, j. em 27/02/2024, seria necessário demonstrar que “a atuação dos acusados havia extrapolado os limites da negligência e passado a integrar conscientemente o mecanismo fraudulento”. No mesmo sentido, PAS CVM nº 19957.004810/2019-82, Dir. Rel. João Accioly, j. em 03/09/2024.



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

138. Na condição de agente fiduciário, a acusada não exercia função meramente passiva, cabendo-lhe atuação ativa e preventiva na representação dos interesses da comunhão dos debenturistas¹⁰¹. Mais especificamente, a Instrução CVM nº 583/2016 lhe atribuía o dever de acompanhar as informações periódicas prestadas pela Emissora e alertar os debenturistas sobre inconsistências ou omissões de que tivesse conhecimento, verificar a regularidade da constituição das garantias e a manutenção de sua suficiência e exequibilidade e comunicar aos investidores os inadimplementos das obrigações assumidas na Escritura¹⁰².

139. A Planner Trustee era a representante dos debenturistas encarregada de acompanhar o cumprimento da Escritura. Tinha conhecimento de que a segunda garantia se tornara exigível em 30/03/2017¹⁰³ e que, passado o prazo contratual, a alienação fiduciária do Imóvel II não havia sido constituída¹⁰⁴. Do mesmo modo, também teve acesso às informações que demonstravam a vinculação de 33 lotes do Imóvel I em favor do Município de Barra Mansa¹⁰⁵, em conflito com a garantia oferecida aos debenturistas, além das inconsistências na

¹⁰¹ “Ao agente fiduciário cabem, essencialmente, dois papéis: o de fiscal, o que importa em dever de vigilância com relação aos fatos que podem ter repercussão sobre os direitos da comunhão de debenturistas que representa; e o de efetivo representante da comunhão dos debenturistas no exercício de seus direitos, seja cobrando esclarecimentos da emissora, seja convocando a assembleia para se manifestar, seja tomando qualquer providência adicional necessária à garantia de seus interesses. [...] A adequada obtenção de informações permitirá que, em regra, o agente fiduciário tenha condições de se posicionar tempestivamente em relação a fatos que possam afetar os direitos dos debenturistas, conferindo-lhe a oportunidade de tomar medidas preventivas sempre que possível. E, mesmo quando não for possível, o agente fiduciário terá condições de se preparar para agir no sentido de minimizar danos resultantes de tais fatos. Consequentemente, a atuação dos agentes fiduciários não se resume a momentos posteriores à verificação da ocorrência de danos, devendo agir proativamente.” (PAS CVM nº RJ2017/3455, Rel. Pte. Marcelo Barbosa, j. em 23/10/2018). No mesmo sentido, PAS CVM nº 19957.007430/2019-08, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 21/12/2022.

¹⁰² “Art. 11. São deveres do agente fiduciário, sem prejuízo de outros deveres que sejam previstos em lei específica ou na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente: [...] VII – acompanhar a prestação das informações periódicas pelo emissor e alertar os titulares dos valores mobiliários, no relatório anual de que trata o art. 15, sobre inconsistências ou omissões de que tenha conhecimento; [...] X – verificar a regularidade da constituição das garantias reais, flutuantes e fidejussórias, bem como o valor dos bens dados em garantia, observando a manutenção de sua suficiência e exequibilidade nos termos das disposições estabelecidas na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente; XXI – comunicar aos titulares dos valores mobiliários qualquer inadimplemento, pelo emissor, de obrigações financeiras assumidas na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou em instrumento equivalente, incluindo as obrigações relativas a garantias e a cláusulas contratuais destinadas a proteger o interesse dos titulares dos valores mobiliários e que estabelecem condições que não devem ser descumpridas pelo emissor, indicando as consequências para os titulares dos valores mobiliários e as providências que pretende tomar a respeito do assunto, observado o prazo previsto no art. 16, II, desta Instrução.”

¹⁰³ Doc. nº 0549620.

¹⁰⁴ Doc. nº 0796750.

¹⁰⁵ Doc. nº 0796721, p. 15.



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

identificação do imóvel¹⁰⁶ e, posteriormente, da redução da área loteável¹⁰⁷. Essas circunstâncias, consideradas isoladamente, poderiam ainda ser reduzidas a falhas, ainda que graves, no exercício dos deveres próprios do agente fiduciário.

140. O tratamento conferido à destinação indevida de recursos da Emissora, contudo, revela elemento adicional. O mútuo superior a R\$15 milhões constava das demonstrações financeiras da Ano Bom referentes ao exercício de 2017 e foi objeto de observação dos auditores independentes¹⁰⁸. Não se tratava, ademais, apenas de operação **possivelmente** incompatível com a destinação prevista para os recursos captados, dado que a Escritura vedava expressamente à Emissora conceder mútuos ou adiantamentos a terceiros ou afiliadas sem prévia e expressa autorização dos debenturistas, autorização que não antecedeu as transferências à KL Partners¹⁰⁹.

141. Ainda assim, o relatório anual referente ao mesmo exercício, inicialmente divulgado pela Planner Trustee, não fez qualquer menção à transferência de parcela tão expressiva dos recursos da Emissora e continuava a indicar incorretamente a matrícula nº 10.604 para o Imóvel I¹¹⁰. A correção dessa informação somente apareceu em versão posterior do relatório, revista em agosto de 2018, após questionamentos da CVM. Também as providências relacionadas ao mútuo, inclusive a deliberação por sua restituição, foram adotadas após o início das diligências da autarquia¹¹¹.

142. A defesa afirma ter recebido, apenas em 16/04/2018, declaração da Ano Bom no sentido de que os recursos haviam sido utilizados nas finalidades previstas na Escritura, documento que tampouco revelava a existência do mútuo, e sustenta não lhe caber realizar auditoria autônoma das contas da Emissora¹¹². A alegação é correta, mas deve ser aquilatada

¹⁰⁶ Doc. nº 0595554, pp. 3-4 e doc. nº 0595556, “Anexo_I”, “Anexo_II” e “Anexo_III”.

¹⁰⁷ Doc. nº 0595554, p. 6 e doc. nº 0595556, “Anexo_XI”.

¹⁰⁸ Doc. nº 0569336.

¹⁰⁹ Cf. doc. nº 0495955, Cláusula VII.1, item (xxiii): “VII.1. Sem prejuízo das demais obrigações previstas nesta Escritura, nos Contratos de Garantia e no Contrato de Distribuição, a Emissora assume as obrigações a seguir mencionadas em rol não exaustivo: [...] (xxiii) não conceder mútuo ou adiantamentos, a qualquer título, a terceiros ou a afiliadas, salvo mediante prévia e expressa autorização dos Debenturistas;”

¹¹⁰ Doc. nº 0556503.

¹¹¹ Docs. nº 0587342, 0595554, 0595556 e 0619262.

¹¹² Docs. nº 0796728 e 0796717 (p. 26).



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

dentro de um contexto maior. Não se esperava que o agente fiduciário refizesse a contabilidade da companhia, mas que simplesmente acompanhasse as informações periódicas prestadas pelo emissor e reagisse diante de inconsistências ou omissões de que tivesse conhecimento¹¹³. Nesse sentido, as demonstrações financeiras de 2017 registravam cerca de 43% dos recursos captados no ativo não circulante¹¹⁴, e o relatório dos auditores comentava o mútuo de maneira explícita¹¹⁵. Entendo que essas informações, por si, já demandavam investigação adicional.

143. A defesa afirma que, uma vez revelado o mútuo¹¹⁶, a Emissora teria sido “devidamente notificada” pelo descumprimento da Escritura e invoca, de modo mais amplo, as diversas notificações encaminhadas durante a emissão¹¹⁷. Essa afirmação, porém, não encontra suporte nos documentos indicados. O conjunto de notificações apresentado pela própria defesa não contém comunicação dirigida à Ano Bom a respeito do mútuo com a KL Partners¹¹⁸⁻¹¹⁹.

144. A primeira evidência documental constante dos autos de que o mútuo era conhecido pela Emissora e pelo Agente Fiduciário é a ata da AGD realizada em 29/06/2018¹²⁰. E a forma pela qual o tema foi tratado é relevante: a ordem do dia daquela assembleia limitava-se à deliberação sobre o vencimento antecipado das debêntures em razão da não renovação da classificação de risco¹²¹. Já no curso das deliberações, ao apreciar proposta da Emissora para alterar o fluxo de amortização, os debenturistas condicionaram sua aprovação, entre outras

¹¹³ À época, o art. 11, VII, da Instrução CVM nº 583/2016 estabelecia como dever do agente fiduciário “acompanhar a prestação das informações periódicas pelo emissor e alertar os titulares dos valores mobiliários, no relatório anual de que trata o art. 15, sobre inconsistências ou omissões de que tenha conhecimento”. Cf. também doc. nº 0658486, §§112 e 128.

¹¹⁴ Doc. nº 0496284, p. 9.

¹¹⁵ “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).

¹¹⁶ Fato que também não foi datado pela Planner Trustee.

¹¹⁷ Doc. nº 0796717, §§71 e 104-106.

¹¹⁸ Doc. nº 0796750.

¹¹⁹ O Doc. 07 invocado no §71 da defesa corresponde, em seu conteúdo, à AGD realizada em 27/07/2018, cuja ordem do dia e deliberações dizem respeito à não constituição da garantia sobre o Imóvel II, sem qualquer referência ao mútuo (doc. nº 0796727).

¹²⁰ Docs. nº 0619262 e 0796697.

¹²¹ “ORDEM DO DIA: Deliberação, pelos Debenturistas, sobre: (i) declaração do vencimento antecipado das Debêntures, face a incidência do Evento de Inadimplemento previsto na cláusula V.I.1, alínea (xviii) da Escritura de Emissão, considerando a não entrega da renovação da nota de classificação de risco das Debêntures emitidas.” (doc. nº 0796697).



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

medidas, ao retorno dos recursos do mútuo em até 12 meses, sendo 60% em três meses¹²². O mútuo, portanto, não foi submetido aos debenturistas como evento autônomo de inadimplemento, nem houve deliberação expressa sobre as consequências decorrentes da violação da Cláusula VII.1, item (xxiii)¹²³. Soma-se a isso o fato de que não foi apresentada prova do registro dessa ata na Junta Comercial.

145. O **contraste** com a atuação da própria Planner Trustee diante da regularização do Imóvel II é elucidativo. Quanto à garantia, a instituição expediu notificação extrajudicial em 20/07/2018 e consignou expressamente que o inadimplemento ensejava convocação de AGD para deliberar sobre o vencimento antecipado das debêntures¹²⁴. Não se identifica providência equivalente em relação ao mútuo, embora se tratasse da transferência de valor expressivo a parte relacionada, sem a prévia autorização expressamente exigida pela Escritura.

146. Independentemente da consequência contratual que, ao final, viesse a ser adotada pelos debenturistas, cabia à Planner Trustee formalizar o descumprimento, exigir as providências pertinentes e submeter de forma transparente aos debenturistas as consequências contratuais da irregularidade, inclusive a possibilidade de vencimento antecipado.

147. É precisamente nesse ponto que, a meu ver, a conduta deixa de traduzir simples negligência. Já não se estava diante de informação que o agente fiduciário deixou de descobrir por deficiência de fiscalização, mas de informação material que estava à sua disposição e diante da qual não houve demonstração de notificação à Emissora, comunicação específica aos debenturistas e tampouco submissão clara do desvio à assembleia para deliberação sobre suas consequências. Diante disso, me parece implausível concluir que não tenha havido

¹²² “2. Tendo em vista proposta entregue pela Emissora, e presença Debenturistas detentores de 100% (cem por cento) das Debêntures em circulação deliberaram: (i) extensão do Período de Carência do Valor Nominal Unitário de 24 (vinte e quatro) meses para 36 (trinta e seis) meses, alterando o pagamento da 1ª (primeira) parcela de Amortização de 15 de janeiro de 2019 para 15 de janeiro de 2020, reduzindo o número de parcelas de 60 (sessenta) para 48 (quarenta e oito), sem alteração da data de vencimento da Debênture, sendo mantida as demais condições previstas na cláusula IV.9 da Escritura de Emissão. Como condicionantes a aprovação do item (i) acima, deliberaram pelo: (i) retorno dos recursos provenientes do mútuo identificado nas demonstrações financeiras datadas de 31 de dezembro de 2017, em até 12 meses contados da presente data, sendo que 60% (sessenta por cento) de referidos recursos devem retornar em até 3 (três) meses, onde a comprovação será realizada a partir do envio de demonstrativos bancários.” (doc. nº 0796697).

¹²³ 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;”.

¹²⁴ Docs. nº 0796723 e 0796717, §§60-63.



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

postura consciente, fundada não no desconhecimento da irregularidade, mas na opção deliberada de não adotar as providências que dela decorriam. A disponibilidade da informação, seguida da omissão consciente de reação que dela se esperava, fornece, a meu ver, elemento subjetivo suficiente para caracterizar o dolo, distinguindo a conduta de mera falta de diligência.

148. Quanto ao Imóvel I, há elemento adicional de individualização da conduta. A acusada figura como fiduciária no próprio registro imobiliário da garantia constituída em favor dos debenturistas, na mesma matrícula em que foi averbado o Termo de Compromisso que previa a caução dos 33 lotes ao Município¹²⁵. Seu conhecimento dessa restrição, portanto, encontra suporte documental evidente. A Planner Trustee sustenta que essa questão teria sido regularmente submetida aos investidores em AGD realizada em 08/05/2017, na qual teriam sido aprovadas tanto a correção da matrícula do Imóvel I quanto a autorização para que os 33 lotes fossem caucionados, alienados fiduciariamente ou dados em garantia ao Município. Durante a investigação¹²⁶ e novamente em sua defesa¹²⁷, a acusada insistiu na efetiva realização da assembleia e atribuiu as dúvidas levantadas pela Acusação essencialmente ao posterior extravio do livro de presença. Os autos, contudo, revelam inconsistências que vão além da ausência desse documento.

149. Em primeiro lugar, quando instada pela CVM, a Ano Bom informou que o livro havia sido extraviado durante mudança de endereço e que o agente fiduciário tampouco dispunha das cópias solicitadas. A companhia também não apresentou comprovação do registro da ata na Junta Comercial, ao contrário do verificado em outras assembleias da mesma emissão¹²⁸.

150. Adicionalmente, a Fornax afirmou em sede de defesa que não participou nem teve conhecimento da AGD de 08/05/2017 e que o Sculptor, titular de 44,44% das debêntures em circulação, não compareceu ao conclave. Segundo a gestora, somente o Illuminati foi

¹²⁵ Doc. nº 0595556, anexo 02, p. 15.

¹²⁶ Doc. nº 0595554.

¹²⁷ Doc. nº 0796717, §§ 93-95 e 104-111.

¹²⁸ Docs. nº 0619247 e 0678287, §211.



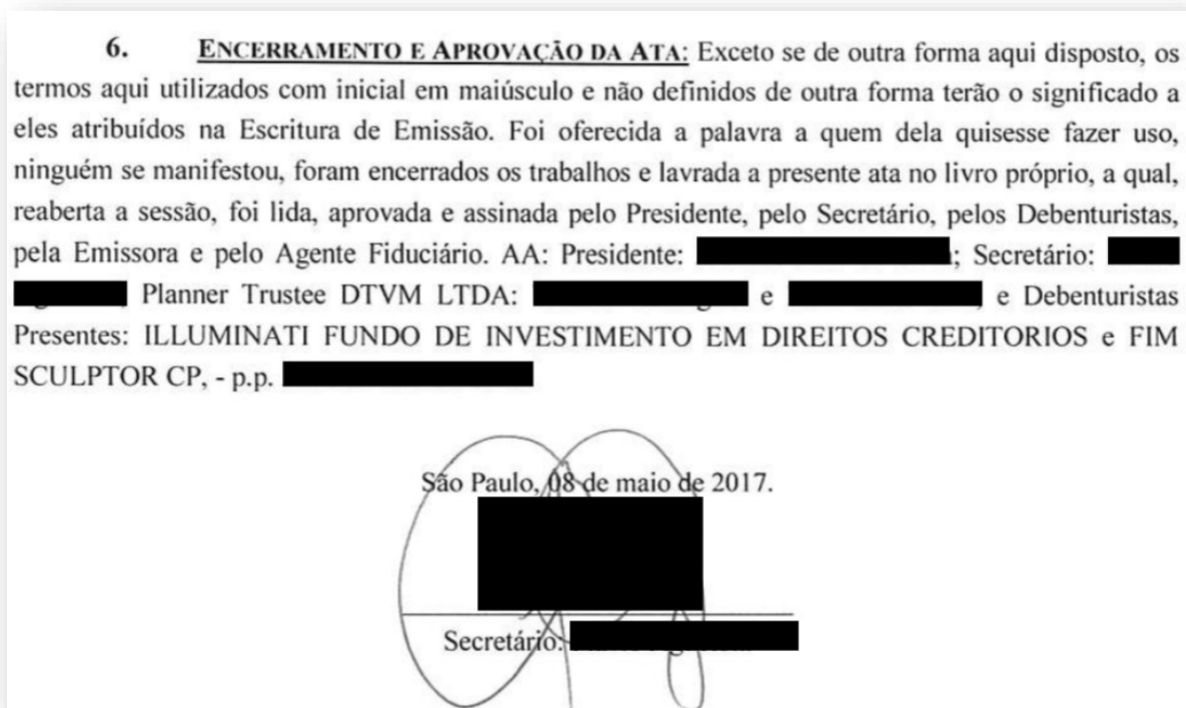
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

representado, embora a ata então conhecida declarasse presentes a totalidade dos debenturistas¹²⁹.

151. A documentação apresentada pela própria Planner Trustee aprofunda essa inconsistência. No curso da investigação, em resposta ao Ofício nº 319/2018/CVM/SRE/GER-3, foi juntada versão da ata em que se registrava a presença dos debenturistas, inclusive do Sculptor, e se indicava que as assinaturas haviam sido lançadas no livro próprio¹³⁰.



152. No entanto, a versão apresentada posteriormente, nos anexos da defesa, é materialmente distinta, dado que o encerramento da ata identifica apenas o Illuminati, representado pela Planner Corretora, como titular das debêntures presente e as assinaturas

¹²⁹ “Em que pese existir uma ata de Assembleia Geral de Debenturistas, datada de 08 de maio de 2017, em que foi aprovada a autorização para a Emissora caucionar determinados lotes do Imóvel I para a Prefeitura Municipal de Barra Mansa, a Gestora não participou, ou sequer teve conhecimento da referida assembleia. Nessa oportunidade, o Fundo Illuminati foi representado pela Planner, sua administradora à época, e o Fundo Sculptor não compareceu à referida assembleia, apesar de constar na referida ata que estavam presentes a totalidade dos debenturistas (Doc. 06).” (doc. nº 0796688, §112).

¹³⁰ Doc. nº 0595556, “Anexo_III”.



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

constam da própria ata, com reconhecimentos de firma posteriores, datados de 27/05/2017¹³¹. Não se trata, portanto, apenas de duas cópias formalmente diferentes de um mesmo documento; elas divergem precisamente quanto aos participantes da assembleia e à forma de documentação das presenças.

6. ENCERRAMENTO E APROVAÇÃO DA ATA: Nada mais havendo a ser tratado, foi lavrada a Ata que, depois de lida e achada conforme, foi assinada pelos presentes. Assinaturas: Presidente: [REDACTED]; Secretário: [REDACTED] Agente Fiduciário Planner Trustee DTVM Ltda. Titular das Debêntures: ILLUMINATI FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS, representado por PLANNER CORRETORA VALORES MOBILIÁRIOS S/A.

São Paulo, 08 de maio de 2017.

[REDACTED] [Stamp: TABELADO 189]

Presidente: [REDACTED]

[REDACTED] [Stamp: TABELADO 189]

Secretário (a): [REDACTED]

[REDACTED] [Stamp: TABELADO 189]

[REDACTED] [Stamp: TABELADO 189]

ILLUMINATI FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS, representado por
Artur M. de Figueiredo
Diretor

[REDACTED] [Stamp: TABELADO 189]

[REDACTED] [Stamp: TABELADO 189]

PLANNER TRUSTEE DTVM LTDA.,
na qualidade de Agente Fiduciário.

[REDACTED]

2

153. A diferença é especialmente relevante porque a própria ata dispensava as formalidades de convocação sob o fundamento de que a totalidade das debêntures em circulação estaria

¹³¹ Doc. nº 0796730, p. 3.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

representada. Se, como afirma a Fornax e como indica a versão posteriormente juntada aos autos, o Sculptor não participou, desaparece a própria premissa utilizada para considerar regular a assembleia sem convocação¹³².

154. Há, além disso, um problema de quórum deliberativo. A Escritura exigia, como regra, aprovação de titulares representando ao menos 75% das debêntures em circulação e elevava esse percentual para 90% quando a deliberação envolvesse alteração das garantias¹³³. A autorização para onerar 33 lotes integrantes do próprio Imóvel I atingia diretamente a garantia constituída em favor dos debenturistas e, portanto, submetia-se ao quórum especial. De todo modo, mesmo que se aplicasse o quórum geral de 75%, o resultado seria o mesmo: o Illuminati detinha apenas 2.000 das 3.600 debêntures, equivalentes a 55,55% da emissão, de modo que não poderia aprovar sozinho a matéria¹³⁴.

155. Não é necessário concluir, para esses fins, que a assembleia jamais tenha ocorrido ou que a ata tenha sido forjada. Basta constatar que os elementos disponíveis não permitem reconhecer naquela AGD uma autorização válida dos debenturistas para a alteração da garantia. A ausência de registro na Junta Comercial, isoladamente, poderia constituir deficiência meramente formal; somada ao extravio do livro, às versões materialmente divergentes da ata, à ausência do Sculptor e à insuficiência do quórum representado, porém, tal fato reforça a impossibilidade de tratar o documento como prova de regularização da restrição incidente sobre o Imóvel I.

¹³² “IX.2.4. Independentemente das formalidades previstas na Lei e nesta Escritura, será considerada regular a AGD a que comparecerem os titulares de todas as Debêntures em Circulação.” (doc. nº 0495955).

¹³³ “IX.5. Quorum de Deliberação. Nas deliberações da AGD, a cada Debênture caberá um voto, admitida a constituição de mandatário, Debenturista ou não. Exceto pelo disposto na cláusula a seguir, todas as deliberações tomadas em AGD deverão ser aprovadas por Debenturistas que representem, no mínimo, 75% (setenta e cinco por cento) do total das Debêntures em Circulação. IX.5.1. Não estão incluídos no quorum a que se refere a cláusula anterior: (i) os quorums diferentes e expressamente previstos em outras cláusulas desta Escritura; e (ii) as alterações, que deverão ser aprovadas, seja em primeira convocação da AGD ou em qualquer outra subsequente, por Debenturistas que representem, no mínimo, 90% (noventa por cento) das Debêntures em Circulação (conforme definido abaixo) quais sejam: (a) dos quorums estabelecidos nesta Escritura; (b) das disposições estabelecidas nesta cláusula; (c) dos Juros Remuneratórios, exceto pelo disposto na Cláusula VI.2 acima; (d) de quaisquer datas de pagamento de quaisquer valores previstos nesta Escritura; (e) da espécie das Debêntures; (f) da criação de evento de repactuação; (g) das disposições relativas ao prazo mínimo do resgate antecipado facultativo; (h) de qualquer evento previsto na Cláusula VI acima; (i) das Garantias previstas nesta Escritura; ou (j) alteração da hipóteses de vencimento antecipado.” (doc. nº 0495955, Cláusulas IX.5 e IX.5.1).

¹³⁴ Doc. nº 0678287, §§ 3-5. O Illuminati detinha 2.000 debêntures, correspondentes a 55,55% da emissão, e o Sculptor, 1.600 debêntures, equivalentes a 44,44%.



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

156. Isso é particularmente grave em relação à Planner Trustee. Como agente fiduciário, competia-lhe justamente verificar a regularidade das garantias e atuar para que qualquer modificação relevante fosse submetida validamente aos titulares. A instituição tinha conhecimento documental da restrição incidente sobre os 33 lotes e, ainda assim, apoia sua defesa em deliberação que, pelos próprios documentos apresentados nos autos, não demonstra ter reunido sequer o quórum necessário para aprová-la.

157. O agente fiduciário não responde pelos atos que deram origem aos inadimplementos da Emissora e, por isso, não lhe imputo o comprometimento de parte do Imóvel I perante o Município, a celebração do mútuo ou a não constituição da segunda garantia. Sua posição exige, aliás, especial cautela na análise da responsabilidade por operação fraudulenta. Como representante dos interesses da comunhão dos debenturistas, não lhe cabe assegurar a veracidade de toda e qualquer informação prestada pela Emissora, embora lhe compita, especificamente, verificar a veracidade das informações relativas às garantias e a consistência das demais informações. Tampouco lhe compete gerir as contas da Emissão ou movimentar diretamente os recursos captados. Em uma operação cujo principal expediente consistiu no desvio de recursos, seria inadequado imputar ao agente fiduciário participação na fraude pela simples circunstância de não ter identificado ou impedido os atos praticados pela Emissora.

158. O que justifica a responsabilização da Planner Trustee, neste caso, não é a mera ocorrência dessas irregularidades, mas a conduta que adotou diante de fatos de que tinha conhecimento. **Quanto ao Imóvel I**, a própria matrícula em que figurava como fiduciária revelava a restrição incidente sobre os 33 lotes; ainda assim, a instituição declarou à gestora que a garantia estava constituída sem ressaltar essa circunstância, e a referida AGD de 08/05/2017 não oferece prova segura de que a questão tenha sido efetivamente submetida aos debenturistas, nem demonstra aprovação pelo quórum mínimo previsto na Escritura. Mais do que isso, a própria acusada apresentou versões materialmente divergentes da ata, uma delas indicando a presença da totalidade dos debenturistas e outra identificando apenas o Illuminati, cuja participação, isoladamente, não permitiria a aprovação da matéria.

159. **Quanto ao mútuo**, uma vez ciente da transferência à KL Partners, a Planner Trustee não comprovou a notificação que afirma ter realizado, não tratou o descumprimento como hipótese autônoma de vencimento antecipado e somente o levou aos 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

incidentalmente, em assembleia convocada para outra finalidade. Esse tratamento contrasta com a atuação formal adotada em relação ao Imóvel II e constitui, a meu ver, conjunto de indícios suficientemente consistente de uma omissão consciente perante os debenturistas, em evidente prejuízo à transparência que lhes era devida. Ainda que não se identifique com segurança quem se pretendeu favorecer – seja a Emissora e seus sócios, pela preservação de sua reputação, seja a própria Planner Trustee, ao evitar a exposição de eventuais falhas de fiscalização –, o que se constata é que essa atuação não serviu aos interesses dos agentes que lhe cabia representar.

160. Consideradas em conjunto, essas circunstâncias ultrapassam, a meu ver, o campo da mera negligência e permitem reconhecer que a conduta do agente fiduciário integrou o mecanismo que manteve os investidores em erro. A particularidade deste caso está precisamente na convergência de elementos que dificilmente se explicam por mera deficiência de diligência: a apresentação de versões inconciliáveis de uma ata destinada a respaldar a regularidade da garantia, a ausência de comprovação da notificação sobre o mútuo e a falta de submissão expressa de suas consequências aos debenturistas, apesar do tratamento mais rigoroso conferido a outros inadimplementos.

161. Não se presume o dolo a partir da função exercida pela acusada. Ele decorre, neste caso, do conhecimento de fatos materiais, da atuação destinada a conferir aparência de regularidade à garantia do Imóvel I e da omissão consciente diante de irregularidades que exigiam providências específicas. Por essas razões, entendo comprovada a adesão da Planner Trustee à operação fraudulenta, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.

Da responsabilidade da Fornax e de Fábio Barbosa

162. Embora o Termo de Acusação tenha dedicado parte substancial de sua análise a possíveis deficiências no processo de investimento da gestora, a acusação ao final dirigida a ambos foi de participação em operação fraudulenta, por infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.

163. A Acusação sustentou, em síntese, que a Fornax: **(i)** mantinha política de gerenciamento de riscos excessivamente genérica; **(ii)** não teria apresentado modelo interno



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

de avaliação suficiente para a aquisição das debêntures; **(iii)** adquiriu ativo de emissora pré-operacional, com capital social de R\$1,2 mil, em operação de R\$36 milhões; **(iv)** não identificou problemas relacionados às garantias; e **(v)** não questionou adequadamente o estudo de viabilidade utilizado na Oferta. A partir desses elementos, concluiu que o ativo estaria em desacordo com a própria política de gestão de risco da Fornax e, posteriormente, **associou as decisões tomadas em AGDs à existência de conluio com a Emissora.**

164. Os elementos apontados pela Acusação são, a meu ver, relevantes. O processo de análise e acompanhamento do investimento pela Fornax apresenta deficiências importantes: o Manual de Risco e Liquidez era genérico; a análise interna apresentada era insuficiente à luz dos parâmetros então estabelecidos para a aquisição de ativos de crédito privado; a operação envolvia emissora pré-operacional, com capital social de apenas R\$1,2 mil, para uma captação de R\$36 milhões; problemas relevantes das garantias não foram tempestivamente identificados; e o estudo de viabilidade utilizado na Oferta não foi submetido ao escrutínio que as circunstâncias recomendavam¹³⁵.

165. A existência de Parecer de Crédito elaborado pela própria gestora não altera substancialmente esse quadro. O documento demonstra que houve alguma análise, mas não que ela tenha alcançado a profundidade exigível para ativo com aquelas características. Como será retomado adiante ao examinar a atuação dos administradores fiduciários, as orientações da CVM então vigentes exigiam análise própria, crítica e verificável do risco de crédito e, quando relevantes, das próprias garantias, inclusive quanto à sua constituição, suficiência e exequibilidade¹³⁶.

166. A meu ver, uma atuação mais atenta e diligente poderia ter revelado diversos dos problemas posteriormente identificados. Isso vale tanto para a consistência da estrutura econômica da operação quanto para as garantias: a documentação do Imóvel I comportava

¹³⁵ Cf. Termo de Acusação, doc. nº 0658486, §§169-183, e doc. nº 0602734. A Acusação destacou, entre outros aspectos, o caráter genérico do Manual de Risco e Liquidez, a insuficiência da análise apresentada, o reduzido capital próprio da Emissora, os problemas posteriormente identificados nas garantias e a ausência de questionamento crítico do estudo de viabilidade.

¹³⁶ Cf. Ofício-Circular/CVM/SIN nº 6/2014, itens 17 e 23. O documento ressaltava que a existência de rating externo não substitua a análise própria do gestor e que, quando relevantes para o risco de crédito, deveriam ser examinadas as características das garantias, inclusive sua constituição, suficiência e exequibilidade. Cf. também doc. nº 0658486, §§172-173.



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

investigação mais aprofundada e a constituição do Imóvel II deveria ter sido acompanhada após o implemento da condição prevista na Escritura. O ativo apresentava, portanto, risco significativamente maior do que aquele capturado pela análise realizada pela gestora.

167. Essas constatações são graves. Se a imputação dirigida à Fornax dissesse respeito ao cumprimento de seus deveres de diligência na aquisição e no acompanhamento do ativo, o conjunto probatório ofereceria elementos expressivos para uma conclusão desfavorável. A acusação formulada nestes autos, contudo, é outra: participação em operação fraudulenta, que pressupõe adesão consciente ao expediente e finalidade específica de obtenção de vantagem ilícita para si ou para terceiro.

168. É precisamente nesse ponto que a prova se mostra insuficiente. Há diferença entre circunstâncias que a gestora deveria ter identificado no exercício diligente de suas funções e circunstâncias que se demonstrou que ela efetivamente conhecia e conscientemente decidiu ocultar ou preservar. Quanto às garantias, não localizo elemento que demonstre que a Fornax conhecesse, quando da aquisição, o comprometimento relacionado ao Imóvel I ou que tenha deliberadamente ignorado a ausência de formalização do Imóvel II. A falta de identificação tempestiva desses problemas reforça a crítica à diligência empregada, mas não basta, por si só, para demonstrar dolo.

169. A distinção é ainda mais evidente quanto ao mútuo concedido à KL Partners. Ao contrário do que se verificou em relação à Planner Trustee, não há nos autos elemento que situe o conhecimento da Fornax sobre a transferência indevida dos recursos antes de sua discussão nas assembleias de debenturistas. Ao menos em 29/06/2018, a gestora já conhecia o mútuo e, a partir daí, sua conduta posterior passa a ser relevante para verificar eventual adesão ao expediente¹³⁷.

170. É, de fato, nas AGDs¹³⁸ que a imputação realmente se aproxima de um possível indício de atuação consciente. Os dois fundos geridos pela Fornax detinham a totalidade das

¹³⁷ Cf. doc. nº 0796688, p. 25. A defesa afirmou não ter participado nem tomado conhecimento da AGD de 08/05/2017 e apresentou declaração do agente fiduciário, datada de 30/03/2017, confirmando a regular constituição da garantia do Imóvel I, sem alertas adicionais (doc. nº 0796696). Esses elementos não afastam eventual deficiência de diligência, mas são relevantes para distinguir falta de identificação do problema de conhecimento consciente da irregularidade, ao menos quanto ao Imóvel I.

¹³⁸ Cf. docs. nº 0619257, 0619260, 0619262 e 0619265, relativos às deliberações sobre restituição dos valores mutuados e prorrogação dos prazos para regularização da garantia.



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

debêntures e tinham, portanto, capacidade para deliberar sobre o vencimento antecipado diante dos inadimplementos. Ainda assim, optaram por manter a operação e conceder novos prazos para sua regularização. Essa sequência de deliberações merece crítica e prolongou a exposição dos fundos a ativo cuja situação já se mostrava significativamente deteriorada.

171. Não obstante, as mesmas deliberações não demonstram, com segurança suficiente, propósito de preservar a vantagem ilícita da Emissora ou da KL Partners. Uma vez conhecidos os problemas, os debenturistas condicionaram a continuidade da operação à devolução dos valores mutuados e à regularização das garantias. Houve, assim, repactuação dos inadimplementos, e não aprovação da destinação anteriormente conferida aos recursos ou renúncia definitiva às garantias.

172. Isso não significa afirmar que a decisão de não declarar o vencimento antecipado tenha sido a mais prudente ou a que melhor atendia aos interesses dos fundos. Significa apenas reconhecer que, naquele momento, a opção entre executar imediatamente o crédito e conceder prazo para tentativa de regularização inseria-se no espaço decisório do gestor. Para converter essa decisão, possivelmente equivocada, em prova de fraude, seria necessário elemento adicional que demonstrasse que a repactuação foi adotada com a finalidade de manter a vantagem ilícita dos responsáveis pelo expediente. Não identifico esse elemento nos autos¹³⁹.

173. A Acusação extraiu o conluio essencialmente da combinação entre as deficiências verificadas na aquisição do ativo e as sucessivas decisões tomadas em AGD. O conjunto é suficiente para demonstrar falhas graves de diligência, mas não fornece indícios fortes, consistentes e convergentes de que a Fornax conhecesse previamente os expedientes fraudulentos ou, uma vez revelados, tenha aderido à finalidade de beneficiar a Emissora, seus acionistas ou a KL Partners. Essa diferença é determinante para a imputação examinada¹⁴⁰.

174. A mesma conclusão se aplica a Fábio Barbosa. Sua condição de diretor responsável pela administração de carteiras permite imputar-lhe as condutas praticadas no âmbito da gestão, mas não supre a demonstração do elemento subjetivo especificamente exigido pela

¹³⁹ Em sentido semelhante, PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, Dir. Rel. Flávia Sant'Anna Perlingeiro, j. em 20/12/2023. O voto reconheceu que a concessão de *waivers* pode constituir alternativa ao vencimento antecipado e destacou que, mesmo diante de possíveis falhas de diligência ou lealdade, a responsabilização por operação fraudulenta exigia elementos suficientemente robustos de conluio.

¹⁴⁰ Cf. doc. nº 0658486, §§209-212 e 251-252.



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

operação fraudulenta. Não foi apresentado elemento adicional que demonstre sua ciência prévia dos expedientes ou sua adesão à finalidade ilícita posteriormente imputada à gestora.

175. Em suma, os autos revelam atuação que comporta crítica severa sob a perspectiva da diligência empregada na aquisição e no acompanhamento das debêntures. Não revelam, contudo, com o grau de segurança necessário ao exercício da pretensão punitiva, que Fornax e Fábio Barbosa tenham conscientemente integrado a operação fraudulenta. Persistindo dúvida relevante quanto a esse elemento subjetivo, deve prevalecer o *in dubio pro reo*. Voto, por isso, por sua absolvição da acusação de infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.

IV. DEMAIS INFRAÇÕES

176. Superada a análise da imputação de operação fraudulenta, passo ao exame das demais infrações objeto do Termo de Acusação, relacionadas ao descumprimento dos deveres específicos atribuídos aos diferentes participantes da Oferta. Essas imputações possuem fundamento autônomo e serão examinadas separadamente, de acordo com as funções exercidas por cada acusado.

Planner Corretora, Gradual, Artur Figueiredo e Fernanda Lima

177. Passo à imputação de infração ao art. 90, inciso X, da Instrução CVM nº 555/2014¹⁴¹, que atribuía ao administrador fiduciário o dever de fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo. Esse dever não exige que o administrador refaça a análise de crédito do gestor ou aprove previamente cada decisão de investimento, contudo, espera que estabeleça procedimentos efetivos de supervisão e verifique se o gestor atua em conformidade com a regulamentação e dispõe de política de gerenciamento de riscos consistente, passível de verificação e efetivamente considerada nas decisões de investimento¹⁴². Essa última

¹⁴¹ Art. 90. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução:[...] X – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.

¹⁴² PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Rel. Pte. João Pedro Nascimento, j. em 28/02/2023 e PAS CVM nº 19957.011368/2017-89, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 12/04/2022.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

exigência encontrava previsão expressa no art. 29, inciso III, da Instrução CVM nº 558/2015¹⁴³.

178. A meu ver, é sob esse aspecto que a imputação deve ser acolhida. Não considero suficiente, para caracterizar a infração, a posterior verificação de irregularidades relacionadas ao investimento, nem entendo que o administrador fiduciário devesse ter identificado, à época das aquisições, o desvio de recursos à KL Partners ou a posterior não constituição do Imóvel II. Tampouco considero que a divergência entre as matrículas do Imóvel I, isoladamente, constitua fundamento bastante para a responsabilização. Esses fatos não alteram, contudo, uma deficiência anterior e diretamente inserida no objeto de fiscalização das administradoras, consistente na insuficiência dos procedimentos de análise de risco de crédito previstos pela gestora e, sobretudo, na ausência de demonstração de sua efetiva aplicação às aquisições.

179. Com efeito, o Manual de Gerenciamento de Riscos (“Manual”)¹⁴⁴ apresentado pela gestora continha referências à análise qualitativa e quantitativa do risco de crédito, previa *rating* interno, análise de múltiplos financeiros e procedimentos de controle documental, mas não estabelecia de forma suficientemente estruturada como esses instrumentos seriam utilizados para avaliar a capacidade de pagamento do devedor, definir limites individuais de crédito ou aferir a suficiência e exequibilidade das garantias¹⁴⁵. Essa deficiência se torna mais

¹⁴³ Art. 29. O administrador fiduciário deve fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados em nome do fundo ou do titular da carteira administrada, de forma a verificar, no mínimo, que: [...] III – o gestor de recursos adota política de gerenciamento de riscos consistente e passível de verificação, que é efetivamente levada em conta no processo de tomada de decisões de investimento.

¹⁴⁴ Doc. nº 0602734.

¹⁴⁵ O item 8.2 do Manual de Gerenciamento de Riscos dividia a análise de crédito em “Análise Qualitativa”, compreendendo governança corporativa, setor, empresas coligadas e cenário macroeconômico, e “Análise Quantitativa”, composta por ratings de agências, rating interno e múltiplos. Quanto ao rating interno, o Manual limitava-se a indicar a utilização do modelo de Stephen Kanitz e, quanto às classificações externas, registrava que, “como regra as aplicações são feitas apenas em ativos com Investment Grade”. Não se identificam, nessa disciplina, procedimentos específicos que assegurem a avaliação sistemática dos diferentes componentes do risco do devedor e da operação (doc. nº 0602734, pp. 24-25). O item 8.4, ainda, relacionava documentos a serem verificados, incluindo demonstrações financeiras, instrumentos de garantia e pareceres de crédito, mas não estabelecia critérios específicos para a avaliação dos riscos identificados nesses documentos (doc. nº 0602734, pp. 25-26).



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

evidente quando o documento é confrontado com os parâmetros então indicados pela SIN para a aquisição de ativos de crédito privado¹⁴⁶.

180. A insuficiência não era apenas metodológica. Os documentos produzidos pela gestora para justificar a aquisição das debêntures da Ano Bom não demonstraram a aplicação de uma análise interna de crédito apta a suprir aquelas lacunas. Os pareceres¹⁴⁷ encaminhados à Planner Corretora e à Gradual apoiaram a conclusão favorável essencialmente no *rating* atribuído à emissão, nas garantias, no estudo de viabilidade e nas projeções apresentadas por terceiros, sem documentar a aplicação dos critérios mínimos de análise financeira indicados pela SIN ou dos procedimentos previstos no próprio Manual¹⁴⁸. Embora apresentassem características da emissão e dados do empreendimento, não demonstravam como essas informações haviam sido examinadas para aferir a capacidade de pagamento da Emissora e o risco efetivo da operação, e tampouco apresentavam os resultados do *rating* interno ou da análise de múltiplos prevista.

181. As atas dos Comitês de Risco e Crédito tampouco suprem essa deficiência. Os registros são extremamente sucintos e não documentam os fatores de risco efetivamente considerados na deliberação, inclusive quando houve alteração relevante do montante a ser adquirido¹⁴⁹. É

¹⁴⁶ Em sentido diverso, o Ofício-Circular/CVM/SIN nº 6/2014, de 05/12/2014, orientava que a política de risco de crédito fosse “claramente documentada” e estabelecesse o processo de definição de limites financeiros, controles operacionais e mecanismos de mitigação. Especificamente quanto à análise de cada operação, o item 23 determinava a utilização de critérios “consistentes e verificáveis”, contemplando, **quanto ao devedor**, situação econômico-financeira, endividamento, capacidade de geração de resultados, fluxo de caixa, controles, histórico de pagamentos, contingências, setor e limite de crédito e, **quanto à operação**, natureza e finalidade, exequibilidade e suficiência das garantias, valor, prazo e variáveis financeiras relevantes.

¹⁴⁷ Doc. nº 0796689.

¹⁴⁸ No caso concreto, a própria FMD sintetizou a avaliação da Ano Bom afirmando que a debênture apresentava “baixo risco de crédito segundo relatório de rating de empresa especializada”, que as garantias atenderiam aos requisitos dos fundos, que o estudo de viabilidade apresentava viés positivo e que as projeções de vendas suportariam fluxo de caixa saudável. Os pareceres encaminhados à Planner Corretora e à Gradual reproduzem substancialmente esses mesmos fundamentos. Não consta deles, contudo, demonstração do rating interno, dos múltiplos ou de análise individualizada do endividamento, da capacidade de geração de resultados, do fluxo de caixa e dos demais fatores indicados no Ofício-Circular/CVM/SIN/ Nº 6/2014, vigente à época dos fatos. Isso é especialmente relevante porque a orientação da autarquia apontava expressamente que: “A mera verificação da existência de classificação de risco (rating) feita por agência especializada não supre o dever de diligência do gestor com relação à análise dos ativos de crédito e, assim, **a decisão de investimento não pode ser baseada exclusivamente no rating. Além disso, deve-se garantir que os modelos internos de classificação de risco não atribuam ponderação predominante para os ratings de agências.**”

¹⁴⁹ Na aquisição pelo Illuminati, a Ata do Comitê de Risco de 23/01/2017 registra apenas a redução da compra para R\$20 milhões “em virtude das características específicas para composição das garantias”. No caso do



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

especialmente significativo que a gestora dispusesse, em tese, de metodologia que previa *rating* interno e análise de múltiplos, mas não tenha apresentado qualquer evidência de sua aplicação à Ano Bom. Também não se identifica justificativa para eventual substituição desses instrumentos por metodologia alternativa, compatível com as características pré-operacionais da Emissora.

182. A Acusação apontou precisamente essa lacuna e verificou que, quanto ao devedor, seis dos nove critérios indicados pela autarquia eram ausentes ou inconclusivos e que, quanto à operação, todos os critérios aplicáveis examinados eram ausentes, inconclusivos ou apresentavam problemas. É certo que a condição pré-operacional da Ano Bom poderia justificar a indisponibilidade de alguns indicadores históricos. Isso, contudo, não dispensava a gestora de avaliar, por meios adequados às características do empreendimento, a capacidade projetada de geração de caixa, os riscos de implantação e as condições de pagamento das debêntures. No plano específico do risco de crédito, portanto, o juízo de que se tratava de ativo de “baixo risco” decorreu essencialmente do *rating* externo, enquanto os demais fundamentos invocados correspondiam igualmente a estudos, laudos e projeções produzidos por terceiros, sem demonstração de avaliação interna capaz de submetê-los a crítica.

183. É nesse ponto que identifico a falha de fiscalização. Não se está exigindo que Planner Corretora ou Gradual substituíssem a gestora na escolha dos ativos. O que lhes incumbia verificar era justamente se o processo utilizado pela gestora possuía a consistência mínima exigida pela regulação. Uma política que enunciava instrumentos de avaliação sem disciplinar suficientemente sua aplicação, acompanhada de pareceres que não demonstravam a efetiva utilização desses instrumentos ou de metodologia equivalente, não satisfazia essa exigência. A deficiência era diretamente acessível às administradoras e dizia respeito ao próprio objeto de seu dever de supervisão.

Sculptor, a Ata do Comitê de Risco de 20/03/2017 simplesmente registra, “mantidas as condições do parecer enviado anteriormente”, o aumento do interesse de R\$8 milhões para R\$16 milhões (doc. nº 0602734, pp. 71 e 74). O Ofício-Circular/CVM/SIN/ Nº 6/2014, por sua vez, recomendava que “27. As decisões de investimento devem ser documentadas de modo consistente e passível de verificação, por exemplo por meio de atas das reuniões do comitê de crédito assinadas pelos participantes. Além da deliberação final, as atas devem incluir registro documental dos fatores que fundamentaram as decisões tomadas, como, por exemplo, as informações e os materiais apresentados ao comitê de crédito.”.



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

184. Quanto à Planner Corretora, a conclusão é particularmente clara. Em resposta à CVM, a própria administradora apresentou como evidência de sua fiscalização o Parecer de Crédito da gestora, acompanhado do *rating*, dos instrumentos de garantia, da Escritura, da *legal opinion*¹⁵⁰, das demonstrações financeiras e do laudo de avaliação. O volume de documentos recebidos, contudo, não demonstra fiscalização. Ao contrário, o parecer que deveria sintetizar a análise própria da gestora não continha os elementos mínimos necessários para avaliar o risco de crédito, e não há evidência de que a Planner Corretora tenha exigido sua complementação ou questionado a ausência dessas análises.

185. A mesma conclusão se aplica à Gradual. Não fundamenta sua responsabilização simplesmente na ausência de resposta ao ofício da CVM. O ponto decisivo é que os documentos contemporâneos à aquisição do Sculptor evidenciam o mesmo processo deficiente. O parecer dirigido à Gradual reproduzia a análise superficial apresentada à Planner Corretora e, poucos dias antes da aquisição, o Comitê de Risco e Crédito elevou substancialmente o montante pretendido sem registrar qualquer elemento analítico novo. A administradora permitiu, assim, que a gestora conduzisse a aquisição de relevante ativo de crédito privado sem política e processo decisório que satisfizessem os requisitos mínimos de consistência e verificabilidade que lhe cabia fiscalizar. A ausência de resposta ao ofício apenas impede que se identifique qualquer evidência em sentido contrário. A Acusação registrou que a Gradual não apresentou as evidências de fiscalização que lhe foram solicitadas.

186. Entendo, portanto, configurada a falha de fiscalização imputada à Planner Corretora e à Gradual. A condenação não decorre do resultado negativo do investimento, nem pressupõe que as administradoras devessem antecipar irregularidades posteriormente reveladas. Decorre de falha situada no núcleo de suas próprias atribuições, consistente em admitir a atuação da gestora com política de gerenciamento de risco de crédito insuficiente diante dos parâmetros regulatórios aplicáveis e sem exigir que os critérios mínimos de análise fossem efetivamente empregados e documentados na aquisição das debêntures da Ano Bom.

187. Quanto a Artur Figueiredo e Fernanda Lima, a conclusão também deve ser condenatória. A designação de diretor responsável constitui centro próprio de imputação, mas

¹⁵⁰ 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

não implica responsabilidade objetiva, podendo o acusado afastá-la mediante demonstração de atuação regular no desempenho de suas atribuições.

188. Neste caso, a infração reconhecida decorre justamente de falha em rotina institucional inserida no núcleo de suas atribuições, consistente na fiscalização dos serviços prestados pela gestora e os acusados não mencionaram em suas defesas medidas adicionais em relação àquelas já apontadas pelas administradoras fiduciárias.

189. Por essas razões, voto pela condenação da Planner Corretora e de Artur Figueiredo, bem como da Gradual e de Fernanda Lima, da acusação de infração ao art. 90, inciso X, da Instrução CVM nº 555/2014.

Orla e Lúcia Rodrigues

190. O art. 11, inciso I, da Instrução CVM nº 476/2009 atribuía ao intermediário líder o dever de tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante fossem verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes. A norma consagra obrigação de meio e não impõe ao intermediário garantia absoluta de correção. Exige, porém, atuação autônoma e crítica em relação às informações que serão utilizadas pelos investidores¹⁵¹.

191. É justamente nesse ponto que a atuação da Orla se mostra insuficiente. A instituição descreveu procedimento essencialmente apoiado na documentação fornecida pela própria Emissora e nas verificações de outros prestadores de serviço. Não foi capaz de apresentar registro de *due diligence* própria que permitisse reconstruir como examinou a situação patrimonial da Ano Bom, a titularidade e a constituição das garantias, as inconsistências registrárias ou as informações incorporadas à Oferta.

192. Não considero que a ausência de relatório formal de *due diligence*, carta de conforto, *legal opinion* ou *bring down call* configure, isoladamente, infração. A regulamentação não impunha forma documental fechada. Esses instrumentos são relevantes apenas como exemplos de meios pelos quais o intermediário poderia demonstrar o cumprimento de seu

¹⁵¹ PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Rel. Pte. João Pedro Nascimento, j. em 28/02/2023: o intermediário deve “investigar as informações e analisá-las de forma crítica, checando a sua suficiência e veracidade”.



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

dever. O problema é que, retirados esses exemplos, a defesa tampouco indicou procedimento equivalente capaz de mostrar que a Orla submeteu as informações materiais da Oferta a escrutínio independente.

193. Nesse sentido, as inconsistências eram objetivamente verificáveis. O pacote de garantias continha imóvel adicional cuja titularidade não estava regularizada, o Imóvel I foi identificado por números distintos na documentação, e havia obrigação municipal anterior à Oferta incidente sobre parte dos lotes. Portanto, o que se esperava era a verificação de que as informações apresentadas ao investidor correspondiam, com precisão, aos documentos que sustentavam a emissão.

194. Também não procede a alegação de que a inexistência de vínculo societário com a Ano Bom afastaria responsabilidade. O art. 11, inciso I, não pressupõe conflito de interesses ou intenção de favorecer o ofertante. A infração consiste justamente na falta de diligência exigida do *gatekeeper*. Do mesmo modo, a posterior decisão dos debenturistas de conceder *waivers* não corrige deficiência informacional existente no momento da distribuição.

195. Os demais pontos apontados pela Acusação, relativos à ausência de registros de investidores procurados, de atas de reuniões de venda e de procedimento formal de identificação de conflitos, reforçam a precariedade da estrutura de distribuição. Não os trato como deveres autônomos criados pela prática de mercado, mas como evidências de que a Orla não mantinha documentação suficiente para demonstrar a execução sistemática do dever de diligência que a própria Instrução CVM nº 476/2009 já impunha.

196. Em relação a Lúcia Rodrigues, sabe-se que o parágrafo único do art. 11 da Instrução CVM nº 476/2009 atribuía expressamente ao diretor responsável a responsabilidade pelo cumprimento das obrigações previstas no dispositivo. Sua defesa, contudo, não demonstrou que tivesse instituído controles ou procedimentos capazes de assegurar o exame crítico das informações da Oferta, limitando-se, em essência, a reproduzir a tese institucional de que a regulamentação não especificava as diligências exigíveis.

197. A existência de equipe técnica não exclui essa responsabilidade. Ao diretor responsável não se exige participação pessoal em cada reunião ou verificação documental, mas a organização e supervisão de processo adequado ao cumprimento da norma. No caso, 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

ausência de evidência desse processo, somada às inconsistências materiais que passaram sem questionamento, demonstra a omissão pessoal relevante para a infração.

198. Voto, portanto, pela condenação da Orla e de Lúcia Rodrigues pela infração ao art. 11, inciso I, da Instrução CVM nº 476/2009.

Argus e Maria Christina Maciel

199. O art. 10, inciso II, da Instrução CVM nº 521/2012¹⁵² impunha à agência de classificação de risco o dever de adotar providências para evitar a emissão de classificação capaz de induzir o usuário a erro quanto à situação creditícia do emissor ou do ativo financeiro. Tratando-se de obrigação de meio, não caberia à agência assegurar a veracidade de todas as informações fornecidas pelo ofertante, nem realizar investigação autônoma sobre cada aspecto da operação. Deve, contudo, obter suporte suficiente para as premissas relevantes de sua análise e submetê-las a exame crítico compatível com a metodologia que decidiu aplicar¹⁵³. A aferição do cumprimento desse dever não se encerra, portanto, na constatação de que alguma providência foi adotada. É necessário verificar se as medidas empregadas eram razoavelmente adequadas, à luz das circunstâncias conhecidas à época, para evitar que premissas relevantes da classificação fossem apresentadas aos investidores sem suporte suficiente.

¹⁵² Art. 10. A agência de classificação de risco de crédito deve adotar providências para evitar a emissão de qualquer classificação de risco de crédito que: [...] II – induza o usuário a erro quanto à situação creditícia de um emissor ou de um ativo financeiro.

¹⁵³ Nesse sentido, PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Rel. Pte. João Pedro Nascimento, j. em 28/02/2023: “[...] cabe à agência de rating diligenciar para obter informações confiáveis sobre a operação analisada e todos os aspectos a ela pertinentes, e realizar análise crítica quanto a essas informações, para emitir opinião fidedigna e embasada em relação à classificação de risco da emissão. Trata-se de obrigação de meio, que exige para o seu cumprimento o emprego dos melhores esforços na obtenção e análise das informações relevantes para a emissão do rating. [...] a agência de rating é contratada para avaliar o risco da emissão, fornecendo aos investidores a sua opinião profissional sobre a qualidade do crédito, o que balizará e auxiliará os destinatários da oferta na sua decisão de adquirir o ativo. Portanto, diferentemente do que se observa em relação ao intermediário líder, não se inclui dentre as atribuições da agência de rating garantir que as informações prestadas pela emissora estejam a salvo de erros ou inverdades. **A sua função, na verdade, é a de avaliar criticamente as informações relativas à emissão e, a partir delas, emitir uma classificação de risco que seja embasada, fidedigna e comunique aos investidores os reais riscos daquele ativo.** É claro que para emitir uma classificação de risco fidedigna é esperada uma análise crítica das informações passadas pelo emissor e pelo intermediário líder, mas a agência de rating não tem propriamente a responsabilidade pela correção de tais informações.”. No mesmo sentido, PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 20/12/2023.



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

200. Ao contrário do alegado pela defesa em memoriais¹⁵⁴, essa conclusão não importa responsabilização por infração ao §2º do art. 10¹⁵⁵, não imputada neste processo. O referido dispositivo estabelece dever próprio de adoção e implementação de procedimentos escritos destinados a assegurar a análise detalhada das informações conhecidas e relevantes de acordo com a metodologia da agência. A imputação aqui examinada é distinta, e diz respeito à providência concretamente necessária, no âmbito desta classificação, para evitar que o relatório induzisse seus usuários a erro, nos exatos termos do *caput* c/c o inciso II. A existência de procedimentos escritos ou mesmo a adoção de diversas diligências ao longo do processo de rating não constitui, por si só, garantia do cumprimento dessa obrigação¹⁵⁶.

201. Concorro com a defesa que a emissão da Ano Bom deveria ser examinada segundo a metodologia da própria Argus para operações estruturadas. Os recursos destinavam-se ao Projeto Barra Mansa e o pagamento das debêntures dependia, em medida relevante, dos fluxos futuros do empreendimento. A análise deveria, portanto, considerar conjuntamente a estrutura jurídica da operação, os ativos subjacentes e os mecanismos de mitigação do risco¹⁵⁷.

202. A metodologia de *rating* da agência previa¹⁵⁸, entre os fatores de risco, os **instrumentos legais**, os **ativos subjacentes** e as **garantias complementares**, incluindo a

¹⁵⁴ Doc. nº 2853857.

¹⁵⁵ Art. 10. A agência de classificação de risco de crédito deve adotar providências para evitar a emissão de qualquer classificação de risco de crédito que: [...] § 2º A agência classificadora de risco de crédito deve adotar, implementar e fazer cumprir procedimentos escritos que assegurem que as opiniões que ela divulgue estejam baseadas em uma análise detalhada de todas as informações que sejam do conhecimento da agência e relevantes para sua análise, de acordo com sua metodologia de classificação de risco.

¹⁵⁶ O art. 10 da Instrução CVM nº 521/2012 estabelece, no *caput* e inciso II, que a agência deve adotar providências para evitar classificação que induza o usuário a erro. Seu §2º prevê, adicionalmente, a adoção, implementação e cumprimento de procedimentos escritos que assegurem análise detalhada das informações conhecidas e relevantes segundo a metodologia da agência. No PAS CVM nº 19957.008143/2018-26 (j. em 20/12/2023), referenciado pela defesa, o Diretor João Accioly divergiu quanto ao alcance do art. 10, II, mas sua posição ficou vencida: a Diretora Relatora Flávia Perlingeiro foi acompanhada pelo Diretor Otto Lobo e pelo Presidente João Pedro Nascimento, tendo o Colegiado decidido, por maioria, pela condenação de Maria Christina Maciel.

¹⁵⁷ Cf. PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 28/02/2023, em financiamentos estruturados como *project finance*, a análise do risco “perpassa tanto” elementos relativos ao emissor e ao projeto quanto “à abrangência e à efetividade do pacote de garantias”, pois “a composição e a contratação do pacote de garantias de uma ‘operação estruturada’ diz muito a respeito da própria higidez da estruturação em si e dos riscos de crédito subjacentes”.

¹⁵⁸ Doc. nº 0743560, 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

avaliação da força e abrangência dos documentos da operação, da existência das escrituras e gravames e da cobertura e liquidez das garantias.

203. Apesar disso, o Relatório Definitivo¹⁵⁹ afirmou que o Imóvel II, em Nova Iguaçu, pertencia à Arco Metropolitano e o considerou como elemento de suporte da emissão¹⁶⁰⁻¹⁶¹:

17. Garantias:

- i. Alienação Fiduciária de imóvel onde será desenvolvido o empreendimento (IMÓVEL I) de propriedade da ANO BOM - matrícula 4.609 registrado no 3º RGI de Barra Mansa-RJ. Esta será a única garantia real, até que a captação alcance R\$ 20 milhões, quando então será constituída a Alienação Fiduciária do IMÓVEL II. O imóvel foi avaliado pela York Partners em R\$ 25,3 milhões, valor de mercado (VM) em nov.16.
- ii. Alienação Fiduciária de imóvel (IMÓVEL II) de propriedade da ARCO - registro 8.970 de 3.dez.75 folha 112 livro 3k no 6º Ofício de Justiça de Nova Iguaçu-RJ. Esta garantia será constituída somente quando a captação superar o valor de R\$ 20 milhões. Ao mesmo tempo, ela será encerrada se o somatório do valor de mercado do IMÓVEL I com os direitos creditórios cedidos for igual ou superior a 150% do saldo devedor, que na emissão corresponderia a R\$ 70 milhões no seu ponto mais alto. Este IMÓVEL II foi avaliado pela YPC em R\$ 32,3 milhões pelo VM e em R\$ 24,3 milhões se considerar o valor de liquidação forçada (VL).
- iii. Cessão e Promessa de Cessão Fiduciária de todos os direitos creditórios, presentes e futuros, gerados na venda dos lotes do empreendimento PBM.

204. Quando questionada, porém, a própria Argus reconheceu que se baseava nas informações fornecidas pelos participantes da operação e que não adotava, à época, como procedimento, solicitar as matrículas dos imóveis dados em garantia e confrontar seus dados

¹⁵⁹ “Alienação Fiduciária de imóvel (IMÓVEL II) de propriedade da ARCO - registro 8.970 de 3.dez.75 folha 112 livro 3k no 6o. Ofício de Justiça de Nova Iguaçu-RJ. Esta garantia será constituída somente quando a captação superar o valor de R\$ 20 milhões. Ao mesmo tempo, ela será encerrada se o somatório do valor de mercado do IMÓVEL I com os direitos creditórios cedidos for igual ou superior a 150% do saldo devedor, que na emissão corresponderia a R\$ 70 milhões no seu ponto mais alto. Este IMÓVEL II foi avaliado pela YPC em R\$ 32,3 milhões pelo VM e em R\$ 24,3 milhões se considerar o valor de liquidação forçada (VL).” (doc. nº 0556617, p. 4).

¹⁶⁰ Doc. nº 0556617, p. 4.

¹⁶¹ No mesmo sentido: “A operação não apresenta dificuldades extras em sua estruturação, tratando-se de operação de dívida com garantias reais e direitos de crédito cedidos e sincronizados para pagamento dentro de um fluxo estimado de Caixa. Os riscos que cercam este projeto *greenfield* são potencializados pelo momento econômico mais complicado que vive o País, adicionado ao ingrediente político.” (doc. nº 0556617, pp. 8-9). Vale destacar também, que a seção IV do Relatório Definitivo, que registrava os fundamentos para a nota de rating, concentra-se nos fluxos de recebíveis e outros mecanismos econômicos da estrutura, mas praticamente não discute a segurança, disponibilidade e efetividade das garantias reais. Esse aprofundamento era especialmente importante em uma classificação cuja própria definição pressupunha “boas garantias primárias, secundárias e terciárias” e poderia ter revelado, desde então, a fragilidade relacionada à titularidade do Imóvel II.



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

com as informações recebidas¹⁶². Ao mesmo tempo, sustentam que a agência recebia os instrumentos contratuais da operação e que, antes da emissão do relatório definitivo, exigia que os documentos estivessem em sua forma final, assinados e, quando cabível, registrados¹⁶³. Esse procedimento, contudo, não compreendia a verificação da própria matrícula dos imóveis. Como se sabe, a certidão existente à época indicava terceiro como proprietário do bem.

205. A meu ver, essa circunstância é suficiente para caracterizar a falha. Não se está exigindo que a agência investigasse a operação indefinidamente ou confirmasse a veracidade de cada informação recebida. Mas, se a titularidade de determinado imóvel era pressuposto para que ele pudesse integrar o pacote de garantias e a própria metodologia previa a análise dos instrumentos legais da operação, era necessário obter suporte documental suficiente para essa premissa.

206. A mera existência de instrumento **particular** de alienação fiduciária não bastava para tanto. Esse instrumento, por si só, não constituía a garantia real nem demonstrava que a interveniente garantidora dispunha juridicamente do bem que pretendia alienar fiduciariamente. Nos termos da Lei nº 9.514/1997, a propriedade fiduciária imobiliária somente se constitui com o registro do contrato no competente Registro de Imóveis, e o próprio instrumento deve identificar o título e o modo de aquisição do imóvel pelo fiduciante¹⁶⁴. Assim, nas circunstâncias do caso, a análise dos instrumentos legais exigia, ao

¹⁶² “Por esta razão, ao menos até a presente data, não constituía prática da LF RATING solicitar a matrícula dos imóveis envolvidos em garantias e conferir os dados constantes do RGI com os imóveis envolvidos na Operação. A Agência confiava que os participantes da operação e os terceiros prestadores de serviço possuíam melhor capacidade para realizar tal análise, e procedia à uma checagem mais detalhada dos dados repassados por emissores e estruturadores apenas quando identificava alguma inconsistência ou sinal de alerta que assim o justificasse.” (doc. nº 0796836, p. 41).

¹⁶³ “**Entre a finalização do relatório preliminar e a emissão do definitivo, a Agência exige que todos os documentos da operação (Contratos, Instrumentos, Termos, Títulos, Laudos, Anuências, Cessões, Seguros) estejam em seu formato final, assinados e registrados em Cartórios de Títulos ou de Imóveis.** Apenas então é definida a nota final da operação e elaborado respectivo relatório definitivo, que é enviado para confirmação dos dados e informações pelo estruturador ou emissor e, então, divulgado ao mercado no site da Agência.” (doc. nº 0796836, p. 24).

¹⁶⁴ Nos termos do art. 23 da Lei nº 9.514/1997, “constitui-se a propriedade fiduciária de coisa imóvel mediante registro, no competente Registro de Imóveis, do contrato que lhe serve de título”. O art. 24, IV, exige ainda: “Art. 24. O contrato que serve de título ao negócio fiduciário conterá: [...] IV - a cláusula de constituição da propriedade fiduciária, com a descrição do imóvel objeto da alienação fiduciária e a indicação do título e modo de aquisição”. Me parece que essa verificação é inerente à própria análise crítica do instrumento jurídico. A título exemplificativo, ao examinar contrato celebrado por uma sociedade, é natural verificar se o signatário possui poderes para representá-la. Do mesmo modo, ao examinar instrumento de alienação fiduciária pressupõe



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

menos, suporte documental apto a demonstrar que a Arco Metropolitano tinha condições jurídicas de constituir a garantia prometida.

207. Sem a consulta ao registro, a Argus não analisou **criticamente** essa premissa; apenas reproduziu a informação recebida do estruturador. A atuação, nesse ponto, deixou de funcionar como controle independente e passou a conferir aparência de validação a informação que não havia sido efetivamente verificada. Não se trata, portanto, de exigir auditoria jurídica sobre toda a documentação da Oferta, mas de constatar que uma afirmação objetiva e relevante do próprio relatório – a titularidade de imóvel considerado na estrutura de garantias – não havia sido confrontada com a fonte documental apta a lhe conferir suporte.

208. O caráter condicional da alienação fiduciária do Imóvel II não altera essa conclusão. A condição definia **quando** a garantia deveria ser constituída, mas não tornava irrelevante saber **se ela poderia ser constituída**. Ao contrário, se a Argus afirmava analisar os instrumentos legais e as garantias complementares da operação, cabia-lhe verificar se a estrutura jurídica apresentada era minimamente **apta** a produzir a garantia que estava sendo considerada na avaliação de risco. No caso, não havia registro imobiliário em nome da Arco Metropolitano nem outro documento idôneo que demonstrasse sua titularidade sobre o bem, embora o Relatório Definitivo a apresentasse como proprietária e tratasse o Imóvel II como elemento da estrutura de garantias. A falha, portanto, não consistiu simplesmente em deixar de solicitar uma matrícula, mas em considerar como juridicamente disponível uma garantia cuja própria possibilidade de constituição não havia sido demonstrada.

209. Conforme consta do Relatório Definitivo¹⁶⁵, a Argus adotava a seguinte escala de classificação de risco, com os respectivos conceitos atribuídos a cada nota:

verificar se houve o registro necessário à constituição da garantia ou, ao menos, se o fiduciante era efetivamente titular do imóvel que pretendia alienar. Sem uma dessas verificações, não se examina elemento essencial à própria eficácia da garantia real.

¹⁶⁵ Doc. nº 0556617, p. 12.



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

NOTA	CONCEITO
AAA	Esta classificação é dada apenas para obrigações com excelentes garantias primárias, secundárias e terciárias, com alta liquidez e valor compatível com o valor do principal corrigido, acrescido dos juros. O risco de inadimplência é praticamente nulo.
AA	As obrigações classificadas nesta faixa apresentam muito boas garantias primárias, secundárias e terciárias, com liquidez e valor compatível com o valor do principal corrigido, acrescido dos juros. O risco de inadimplência é muito baixo.
A	As obrigações classificadas nesta faixa apresentam boas garantias primárias, secundárias e terciárias, com liquidez menor que às da faixa anterior e valor compatível com o valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. O risco de inadimplência é baixo.
BBB	Nesta faixa estão as obrigações que apresentam garantias primárias, secundárias e terciárias que ainda permitem a realização do valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. Risco de inadimplência baixo, mas superior ao da faixa anterior.
BB	Nesta faixa estão as obrigações que apresentam garantias primárias, secundárias e terciárias com probabilidades de realização em valor menor que o valor do principal corrigido, acrescido dos juros. Risco de inadimplência possível.
B	As obrigações desta faixa possuem garantias primárias, secundárias ou terciárias com pouca possibilidade de cobrirem o pagamento do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. Risco de inadimplência provável.
C	As obrigações que recebem esta classificação possuem garantias insuficientes para honrarem os compromissos de principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. Risco de inadimplência muito alto.
D	Nesta faixa, estão as obrigações que já se encontram em processo de inadimplência.

Obs.: Com o objetivo de destacar as empresas que apresentam diferenças sensíveis dentro de um mesmo segmento de rating, LFRating acrescenta sinais de + e - ao lado de cada nota de AA a C.

210. Como se vê, a nota “A” pressupunha, segundo a própria escala da agência, obrigações com **boas garantias primárias, secundárias e terciárias**, de valor compatível com o principal corrigido e os juros. A Argus, portanto, atribuiu classificação inserida em faixa que pressupunha garantias de boa qualidade sem ter demonstrado, quanto ao Imóvel II, sequer a condição jurídica necessária à constituição da garantia que considerava na estrutura da operação. Se a disponibilidade jurídica desse imóvel não estava demonstrada, **caberia à análise refletir essa fragilidade** ou explicar por que o conjunto remanescente de garantias ainda justificava a classificação atribuída. Nada disso consta do Relatório Definitivo.

211. Não considero necessário, portanto, concluir que a nota A- era elevada em abstrato, nem fundamento a responsabilização na ausência de visita presencial, nas divergências entre laudos de avaliação, nas diferentes versões preliminares do relatório, na matrícula do Imóvel I, no histórico da Emissora ou em outros problemas periféricos. Ocorre que a Argus atribuiu efeito mitigador a uma garantia sem realizar a verificação documental mínima necessária para saber se ela poderia juridicamente existir, embora essa verificação estivesse inserida na



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

metodologia que a própria agência afirmava aplicar¹⁶⁶⁻¹⁶⁷. A admissão, em defesa, de que não era prática da agência solicitar as matrículas dos imóveis dados em garantia evidencia a insuficiência do procedimento empregado para verificar justamente um dos fatores de risco que sua metodologia se propunha a examinar. A opinião divulgada, assim, apresentou ao investidor uma avaliação de baixo risco de inadimplência apoiada em premissa material que não havia sido criticamente examinada.

212. Essa conclusão é compatível com os parâmetros adotados pelo Colegiado no PAS CVM nº 19957.008816/2018-48¹⁶⁸ e PAS CVM nº 19957.008143/2018-26¹⁶⁹, evocados pela defesa em memorial. No primeiro, reconheceu-se que a mera inexistência de **procedimento** destinado à solicitação de matrículas não caracteriza, por si só, falta de diligência, exigindo-se a análise das **circunstâncias concretas** e das **informações efetivamente** disponíveis à agência. No segundo, por sua vez, o Colegiado assentou que, ainda sob a metodologia de operações estruturadas, o cumprimento do art. 10, inciso II, pressupõe exame crítico dos fatores que a própria metodologia considera relevantes, entre eles a força e abrangência dos instrumentos legais, a existência de escrituras e gravames e eventuais registros pendentes

213. É sob essa perspectiva que examino o presente caso. Não se exige da Argus, em abstrato, a consulta à matrícula ou ao RGI de todo imóvel dado em garantia. Entendo que a análise crítica da documentação depende das circunstâncias de cada caso concreto. Aqui, tratava-se de operação estruturada em que a capacidade financeira da Emissora oferecia

¹⁶⁶ Cf. PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 20/12/2023, ocasião em que, após reconhecer a metodologia de operações estruturadas, verificou-se que vários de seus critérios não haviam sido adequadamente examinados e concluiu-se que “graves omissões ocorreram [...] no âmbito da classificação de risco das Debêntures EBPH, ainda que sob a metodologia apontada pela defesa”, caracterizando negligência nas providências destinadas a evitar que os destinatários do relatório fossem induzidos a erro, em infração ao art. 10, II, da ICVM nº 521/2012.

¹⁶⁷ “Em um rating de operações estruturadas, LFRating® analisa cinco Fatores Geradores de Risco - FGR que abrangem todas as áreas de risco destas operações, incluindo a estruturação em si, com suas garantias e amenizadores, mas também o originador dos créditos cedidos e os pagadores primários. Neste aspecto é importante determinar a capacidade dos ativos subjacentes de gerar caixa no tempo determinado das amortizações daquela obrigação específica, mas também é fundamental analisar a liquidez e adequabilidade das garantias, reais ou não, oferecidas na emissão. Cada um desses cinco FGR é dividido em vários subfatores, que por sua vez são detalhados em indicadores objetivos e subjetivos e ponderados através de cinco descritores.” (doc. nº 0743560, p. 33). Conforme tabela constante do manual, os cinco FGR eram: (i) instrumentos legais; (ii) qualidade da estruturação; (iii) ativos subjacentes; (iv) garantias complementares; (v) agentes (doc. nº 0743560, pp. 34-37).

¹⁶⁸ PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Rel. Pte. João Pedro Nascimento, j. em 28/02/2023.

¹⁶⁹ PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, Rel. Diretora Flávia Perlingeiro, j. em 20/12/2023.



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

reduzido suporte ao crédito, de modo que as garantias assumiam papel central na avaliação do risco. Nesse contexto, se o fundamento da garantia era justamente um instrumento particular de alienação fiduciária, cuja propriedade fiduciária somente se constituiria com o registro no competente Registro de Imóveis, sua análise crítica exigia verificar esse registro ou, ao menos, dispor de elemento idôneo que demonstrasse a titularidade do imóvel pelo fiduciante.

214. Entendo, por essas razões, configurada a infração ao art. 10, inciso II, da Instrução CVM nº 521/2012. Reconhecida a extinção da punibilidade da Argus em razão de sua dissolução, voto pela condenação de Maria Christina Maciel, a quem incumbia, na qualidade de diretora responsável, assegurar a adequação dos procedimentos empregados na atividade de classificação de risco.

V. CONCLUSÃO E PENALIDADES

215. Passo à dosimetria das penalidades. Para esse fim, é necessário distinguir as infrações relacionadas aos deveres específicos dos participantes da Oferta, integralmente consumadas antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, da operação fraudulenta examinada neste voto, cuja execução se prolongou no tempo e alcançou período posterior à vigência da nova disciplina sancionadora. As primeiras submetem-se, portanto, ao regime vigente à época dos fatos, enquanto à operação fraudulenta se aplica o regime introduzido pela Lei nº 13.506/2017.

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

217. A prática de operação fraudulenta constitui infração de natureza grave, conforme dispunha o item III da Instrução CVM nº 8/1979¹⁷⁰, atualmente refletido no art. 4º da Resolução CVM nº 62/2022.

¹⁷⁰ III - Considera-se falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. II, Incisos I a VI da Lei nº 6.385/76, o descumprimento das disposições constantes desta Instrução.



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

218. Na definição das penas-base, considero a gravidade concreta da infração, sua dimensão econômica e o papel desempenhado por cada acusado no expediente fraudulento.

219. À luz dessas circunstâncias e em linha com precedentes do Colegiado¹⁷¹, fixo em **R\$3.200.000,00** as penas-base da **Ano Bom** e da **KL Partners**, respectivamente emissora dos valores mobiliários e destinatária direta dos recursos desviados¹⁷². Para **Alexandre Klabin** e **Ricardo Barbosa**, consideradas suas atuações como pessoas naturais vinculadas à execução da fraude, fixo as respectivas penas-base em **R\$1.600.000,00**¹⁷³.

220. Quanto a **Alexandro Pin**, entendo cabível pena-base inferior, considerando que sua participação no expediente fraudulento foi mais circunscrita, caracterizada essencialmente por omissão consciente no exercício de suas atribuições como administrador, sem demonstração de participação direta nas transferências ou de benefício econômico decorrente dos desvios. Diante da menor gravidade de sua atuação em comparação à dos demais acusados, fixo sua pena-base em **R\$300.000,00**.

221. A situação da **Planner Trustee** também recomenda tratamento distinto. Como exposto, embora sua conduta tenha contribuído para a consecução e manutenção do expediente fraudulento, não ocupou posição equivalente à da Emissora ou da beneficiária direta do desvio. Sua participação se deu essencialmente por meio de omissões a toda evidência conscientes no desempenho de seus deveres como agente fiduciário, o que exige dosimetria distinta¹⁷⁴. Dessa maneira, fixo, para **Planner Trustee**, pena-base de **R\$300.000,00**.

222. Considero, para os condenados pela prática de operação fraudulenta, como circunstância agravante, o dano relevante à imagem do mercado de valores mobiliários, especialmente considerando que os títulos foram distribuídos a fundos cujos cotistas eram, em última instância, regimes próprios de previdência social. De outro lado, reconheço, em favor

¹⁷¹ Cf., entre outros, PAS CVM nº 19957.000824/2022-22, de minha relatoria, j. em 10/12/2024; PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; e PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 20/12/2023.

¹⁷² Na fixação desse montante, considero também a dimensão econômica do ilícito, que envolveu o desvio de R\$15.555.371,00 dos recursos captados. A pena-base estabelecida aproxima-se de 20% desse valor, que constitui referência para a avaliação da gravidade concreta da infração e da proporcionalidade da sanção, sem representar mensuração exata do prejuízo causado ou da vantagem obtida.

¹⁷³ Cf. PAS CVM nº 19957.003484/2020-20 e nº 19957.012344/2022-12, de minha relatoria, j. em 27/08/2024.

¹⁷⁴ Em linha com o PAS CVM nº 19957.009486/2023-75, de minha relatoria, j. em 26/08/2025.



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

da **Ano Bom**, **KL Partners**, **Alexandre Klabin**, **Ricardo Barbosa** e **Alexandro Pin**, a circunstância atenuante dos bons antecedentes e a posterior regularização de parcela relevante da infração¹⁷⁵. Cada agravante e atenuante incidirá sobre as penas-base no percentual de 15%.

223. Em contrapartida, as infrações imputadas a **Planner Corretora**, **Artur Figueiredo**, **Gradual**, **Fernanda Lima**, **Maria Christina Maciel**, **Orla** e **Lúcia Rodrigues**, foram praticadas integralmente antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017. Para essas condutas, considero diretamente, na definição das multas, a gravidade das infrações e os parâmetros adotados pelo Colegiado em precedentes envolvendo os mesmos dispositivos¹⁷⁶.

224. A respeito da infração ao art. 90, inciso X, da Instrução CVM nº 555/2014 considero adequadas¹⁷⁷ as multas de **R\$200.000,00** para a **Planner Corretora** e para a **Gradual** e de **R\$100.000,00** para **Artur Figueiredo** e para **Fernanda Lima** (cada).

225. Quanto à infração ao art. 10, inciso II, da Instrução CVM nº 521/2012, aplico a **Maria Christina Maciel** multa de **R\$50.000,00**¹⁷⁸. Quanto à **Argus**, reporto-me ao reconhecimento da extinção de sua punibilidade, razão pela qual não há penalidade a aplicar.

226. Para a infração ao art. 11, inciso I, da Instrução CVM nº 476/2009¹⁷⁹, consideradas as circunstâncias específicas do caso e os parâmetros adotados pelo Colegiado em precedentes semelhantes¹⁸⁰, fixo as multas em **R\$200.000,00** para a **Orla** e **R\$100.000,00** para **Lúcia Rodrigues**.

227. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/1976, voto por:

- (i) **condenar Ano Bom Incorporação e Empreendimentos S.A. e KL Partners Ltda.** à penalidade de multa pecuniária individual no valor de **R\$2.720.000,00**, pela prática de

¹⁷⁵ Cf. art. 66, inciso III, da Resolução CVM nº 45/2021

¹⁷⁶ Cf. art. 116, parágrafo único, da Resolução CVM nº 45/2021.

¹⁷⁷ PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 28/02/2023.

¹⁷⁸ Para fins de cotejo com o caso concreto, cf. PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 28/02/2023; e o PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 20/12/2023.

¹⁷⁹ A infração é considerada grave pelo art. 18, inciso III, da Instrução CVM nº 476/2009.

¹⁸⁰ Cf. PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 28/02/2023; e PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 20/12/2023.



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

operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979;

- (ii) **condenar Alexandre Klabin e Ricardo de Oliveira Barbosa** à penalidade de multa pecuniária individual no valor de **R\$1.360.000,00**, pela 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;
- (iii) **condenar Alexandro Luis Pin** à penalidade de multa pecuniária individual no valor de **R\$255.000,00**, pela 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;
- (iv) **condenar Trustee Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. - Em Liquidação Extrajudicial** à penalidade de multa pecuniária individual no valor de **R\$300.000,00**, pela 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;
- (v) **absolver 55 Empreendimentos, Serviços e Participações Ltda., Fornax Consultoria Empresarial S.A. e Fábio Antonio Garcez Barbosa** da imputação de prática de operação fraudulenta, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979;
- (vi) **condenar Planner Corretora de Valores S.A. e Massa Falida da Gradual Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.** à penalidade de multa pecuniária individual no valor de **R\$200.000,00**, por infração art. 90, inciso X, da Instrução CVM nº 555/2014;
- (vii) **condenar Artur Martins de Figueiredo e Fernanda Ferraz Braga de Lima de Freitas** à penalidade de multa pecuniária individual no valor de **R\$100.000,00**, por infração art. 90, inciso X, da Instrução CVM nº 555/2014;
- (viii) **condenar Orla Empreendimentos Ltda.** à penalidade de multa pecuniária no valor de **R\$200.000,00**, por infração ao art. 11, inciso I, da Instrução CVM nº 476/2009;
- (ix) **condenar Lúcia Cristina Rodrigues Pinto** à penalidade de multa pecuniária no valor de **R\$100.000,00**, por infração ao art. 11, inciso I, da Instrução CVM nº 476/2009;



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

- (x) **condenar Maria Christina Tavares Maciel** à penalidade de multa pecuniária no valor de **R\$50.000,00**, por infração ao art. 10, inciso II, da Instrução CVM nº 521/2012; e
- (xi) **reconhecer a extinção da punibilidade de Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda.**, em razão de sua dissolução e extinção.

228. Por fim, nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 e do art. 12 da Lei nº 6.385/1976, o resultado deste julgamento deve ser comunicado ao Ministério Público Federal em São Paulo.

É como voto.

Rio de Janeiro, 13 de outubro de 2026.

Marina Copola

Diretora Relatora