



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 19957.000596/2019-95

Data do julgamento: 29/08/2023

Relator: Diretor João Accioly

Acusados:

Usinagem Edlyn Participações S.A

Luiz Orlando Caiuby Novaes

Guilherme Augusto Cirne de Toledo

Eduardo Evangelista Correa

Orla DTVM S.A.

Lúcia Cristina Rodrigues Pinto

Ementa: Falhas na prestação de informações em oferta de debêntures. Multas e absolvições.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, **por unanimidade** de votos, decidiu pela:

i) pela absolvição de Orla DTVM S.A. e Lúcia Pinto da acusação de infração ao art. 7º-A, §2º, da Instrução CVM 476/09; e

ii) pela condenação de:

a. Usinagem Edlyn Participações S.A., Luiz Novaes, Guilherme Toledo e Eduardo Correa, por infração ao art. 10 da Instrução CVM nº 476/09, às penas de multa pecuniária no montante individual de R\$85.000,00 (oitenta e cinco mil reais) para a pessoa jurídica e R\$42.500,00 (quarenta e dois mil e quinhentos reais) para cada uma das pessoas naturais; e

b. Orla DTVM S.A. e Lúcia Cristina Rodrigues Pinto, por infração ao art.

11, I, da Instrução CVM nº 476/09, às penas de multa pecuniária no montante de R\$100.000,00 (cem mil reais) para a pessoa jurídica e de R\$50.000,00 (cinquenta mil reais) para a pessoa natural.

Presnete a advogada Maria Lucia Cantidiano, representando os acusados Orla DTVM e Lucia Cristina Rodrigues Pinto.

Presente o Procurador Celso Luiz Rocha Serra Filho, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram desta Sessão de Julgamento os Diretores João Accioly, Otto Lobo, Flávia Perlingeiro e o Presidente da CVM, João Pedro Nascimento, que presidiu a Sessão.



Documento assinado eletronicamente por **João Pedro Barroso do Nascimento, Presidente**, em 23/10/2023, às 13:49, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Flavia Martins Sant Anna Perlingeiro, Diretor**, em 23/10/2023, às 18:58, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **João Carlos de Andrade Uzêda Accioly, Diretor**, em 23/10/2023, às 20:13, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, Diretor**, em 24/10/2023, às 10:15, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1906119** e o código CRC **8100728E**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1906119** and the "Código CRC" **8100728E**.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI N° 19957.000596/2019-95

Reg. Col. 1743/20

Acusados: Usinagem Edlyn Participações S.A, Luiz Orlando Caiuby Novaes, Guilherme Augusto Cirne de Toledo, Eduardo Evangelista Correa, Orla DTVM S.A. e Lúcia Cristina Rodrigues Pinto

Assunto: Falhas na prestação de informações em oferta de valores mobiliários (debêntures)

Relator: João Accioly

RELATÓRIO

1 Acusações

1. Segundo o Termo de Acusação, elaborado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários, são acusados de irregularidades em emissão de debêntures: como emissora, a Usinagem Edlyn Participações S.A (“Edlyn”, “Emissora”, “Ofertante” ou “Companhia”); como responsáveis pelas irregularidades na Emissora, Luiz Orlando Caiuby Novaes (“Luiz Novaes”), Guilherme Augusto Cirne de Toledo (“Guilherme de Toledo”) e Eduardo Evangelista Correa (“Eduardo Correa”); como intermediário líder, Orla DTVM S.A. (“Orla” ou “Intermediário Líder”); e como responsável pelas irregularidades no Intermediário Líder, sua diretora, Lúcia Cristina Rodrigues Pinto (“Lúcia Pinto”).

2. (i) A Emissora e seus responsáveis são acusados por (i.i) deixarem de oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores (art. 10 da Instrução CVM nº 476/09). (ii) O Intermediário Líder e sua diretora são acusados de (ii.i) não manterem/disponibilizarem lista de investidores procurados na oferta (§2º do art. 7º-A ICVM 476) e por (ii.ii) falta de diligência no que diz respeito à obrigação de assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, corretas e suficientes (art. 11, I, ICVM 476).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

2 Ofertante e condições da oferta

3. A Ofertante tem por objeto social participar em outras sociedades (Estatuto Social – Doc. 0755571). Conforme última demonstração financeira auditada anterior à oferta, seu capital social era de R\$ 1.200,00, e a única disponibilidade no ativo era o caixa de R\$ 116,00 (Doc. 0755599).

4. A oferta foi estruturada para ser realizada em esforços restritos, nos termos da ICVM 476, em duas séries. A primeira emitida em 30.06.2017 e a segunda em 30.12.2017. Houve registro de início de oferta apenas para a primeira série, em 10.07.2017 (Doc. 0753515). Conforme a *Escritura de Emissão* da oferta (Doc. 0755607), os recursos captados seriam destinados à aquisição de 100% das quotas da Usinagens Especiais Ltda. - USIESP, investimentos posteriores para expansão de suas atividades e reforço de seu capital de giro. Foram emitidas 4.500 debêntures, no valor total de R\$ 45 milhões.

5. As garantias da oferta, discriminadas na Escritura de Emissão (págs. 5-7), eram:

- i) Alienação fiduciária de equipamentos de equipamentos da USIESP.
- ii) Cessão fiduciária de direitos creditórios da USIESP: recebíveis decorrentes da venda de seus produtos e direitos de crédito em contas vinculadas.
- iii) Alienação fiduciária de ações da Emissora.
- iv) Cessão fiduciária de todos os direitos de conta corrente na qual seriam depositados parte dos valores da integralização das debêntures.

3 Índícios de irregularidades segundo a Acusação

3.1 Custos de oferta elevados

6. A Acusação afirma que os custos de uma oferta com esforços restritos somam aproximadamente, em regra, 1% do valor captado¹. Para a oferta de Edlyn, entretanto, os custos previstos eram R\$ 3,5 milhões, 7,7% do valor a ser captado, conforme relatório de rating da oferta (Doc. 0755575). Na interpretação da Acusação, previsão excessiva de custos de oferta é característica típica de ofertas fraudulentas.

¹ O Termo de Acusação inclui tabela comparativa com outras três ofertas como referência: Doc. 0846593, pág.5.
Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 19957.000596/2019-95
Relatório – Página 2 de 9



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

3.2 Informações desatualizadas

7. A oferta permaneceu oficialmente aberta entre os dias 10.07.2017 a 12.04.19. Nesse período, não houve atualização das informações aos investidores e algumas se tornaram obsoletas:

i) O laudo de avaliação da USIESP (Doc, 0755622) baseou-se em demonstrações financeiras de 2014 a 2016, o que, segundo a acusação, já seria “excessivamente otimista”.

ii) O relatório de rating definitivo é de 14.07.2017, com validade de um ano. Quando a oferta foi encerrada, já não tinha relatório atualizado de rating por mais de oito meses.

iii) USIESP e Edlyn chegaram a firmar instrumento particular de compra e venda de quotas (Doc. 0755646). Entretanto, o contrato previa condições suspensivas (entre elas, a de que a primeira série inteira, no valor de R\$ 30 milhões, fosse integralizada, cf. cláusula 2.3-iv) que tinham prazo máximo de ocorrência em 60 dias (contados de 30.07.17), o que nunca ocorreu. Sendo assim, “*ao longo da maior parte do andamento da oferta tal documento não possuía validade*”².

iv) Conforme suas respostas a ofícios e e-mails (doc. 0755646), a Ofertante esta estava em buscas de investidores em outros termos que não os da Escritura de Emissão, ainda durante a oferta:

(...) A Usinagem Edlyn encontra-se neste momento negociando a emissão de uma dívida, em termos diferentes dos propostos na escritura de emissão, com dois investidores interessados. A princípio, as garantias e covenants (sic) permaneceriam os mesmos. Entretanto, o valor da emissão, taxa e prazos serão diferentes, tendo em vista a renegociação do valor a ser pago pela aquisição da USIESP. (...)

(...) a compradora está negociando com dois interessados na aquisição da empresa. Um dos interessados entraria com uma parte da operação em equity e a outra parte em dívida. O outro interessado, um investidor estrangeiro, entraria com o recurso todo em uma dívida de longo prazo.(...)

8. A acusação conclui:

28. Ao não atualizar as informações da oferta, com a mesma em andamento, a emissora falhou em oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores, em desacordo com o disposto no artigo 10 da ICVM 476.

² §23 do Termo de Acusação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

3.3 Erro informacional no valor de aquisição da USIESP

9. A Escritura de Emissão, instrumento acessível a possíveis investidores, previa que o valor de aquisição da USIESP seria de R\$ 15 milhões. Entretanto, o instrumento particular de compra e venda trazia o valor de R\$ 29.085.760,00. O mesmo valor aparecia no instrumento de cessão fiduciária dos direitos creditórios da USIESP (Doc. 0755680).

3.4 Problemas em relação às garantias

10. Na leitura da acusação, a alienação fiduciária de ações da Edlyn e a cessão fiduciária de direitos creditórios da USIESP perderiam valor caso a oferta e a compra da USIESP não tivessem sucesso. Portanto, não exercem “*papel independente frente a potenciais fracoss resultados financeiros futuros e conseqüentemente não pagamento da dívida*”.³

11. O valor da cessão fiduciária da conta vinculada da Edlyn, por sua vez, seria diretamente afetado pelo preço a ser pago na aquisição da USIESP. Sendo assim, o erro mencionado na seção acima afetava também a completude e veracidade da informação disponibilizada sobre a garantia.

3.5 Destinação dos recursos captados

12. A Escritura de Emissão não previa de onde viriam os fundos para pagar os custos da oferta. Em seu item 11.3 estabelecia que os custos seriam de responsabilidade da Emissora. Ao mesmo tempo, na cláusula 3.4.2, do contrato de cessão fiduciária em garantia dos direitos creditórios (doc. 0755680) constava o seguinte a respeito do uso de valores disponíveis em conta de livre movimentação (valores advindos da própria captação):

3.4.2. Com relação aos valores disponíveis na Conta Livre Movimentação Sociedade (Usinagem Edlyn), a Sociedade estará obrigada a utilizar tais valores exclusivamente para realizar os seguintes investimentos e despesas na USIESP e/ou Sociedade: (...)

(g) pagar os custos da emissão, registro e publicação das Debêntures

13. A Acusação conclui:

41. Além disso, ainda que se considere que os custos da oferta seriam arcados por meio dos recursos subscritos pelos debenturistas, os documentos da oferta não esclarecem qual seria o procedimento para fazer frente aos custos da emissão no caso de ocorrer subscrição parcial das debêntures emitidas.

³ A Acusação ainda menciona falta de diligência da agência de rating da oferta na análise das garantias. Entretanto, como este participante não chega a ser acusado, não resumi os argumentos neste relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

42. Sendo assim, o material de divulgação da oferta, com destaque para a própria escritura de debêntures, não estabelece como o alto custo da oferta, conforme o item 2.2.1., seria pago. Esse problema não apenas aponta que o emissor e, conseqüentemente, o intermediário líder (sic) faltaram com seu dever de prover informações completas e suficientes sobre a oferta, infrações ao art. 10 e inciso I, art. 11 da ICVM 476/09.

3.6 Atuação do Intermediário Líder

14. A SRE realizou inspeção presencial na Orla para averiguar o cumprimento de suas obrigações como intermediário líder, com resultados consolidados no Relatório nº 6/2018-CVM/SFI/GFE-2 (doc. 0755700) (“Relatório de Inspeção”). Resumo a seguir os elementos do Relatório de Inspeção em que a Acusação vê indícios de falta de diligência pela Orla.

15. A diretora responsável perante a CVM pela Instrução CVM nº 505/2011, Lúcia Pinto, também é responsável pelas diretorias de controles internos, administrativa, de ouvidoria e de riscos e operações. Além disso, a acusada informou em 03.11.17 (fiscalização presencial) que a atividade de distribuição de valores mobiliários havia sido encerrada na empresa, quando LAPL se desligou da instituição. Entretanto, a CVM recebeu documentos de oferta assinados pela Orla como coordenador líder em ofertas posteriores a tal data.

16. A Orla não produziu, na oferta sob análise, diversos documentos usualmente produzidos por intermediários em emissões como a do caso, a saber:

1. relatório de due diligence (verificação prévia) no emissor; 2. legal opinion de assessores legais; 3. declarações de veracidade do emissor e da eventual garantidora (garantia fidejussória); 4. cartas de conforto de auditores independentes; e 5. gravação da bring down call (ligação antes de efetivar o livro de subscrição com a empresa para se assegurar que não existem fatos novos) ou outros.

Ressalte-se ainda que, durante os trabalhos de campo, a inspecionada mencionou que a consulta no Serasa dos dados do emissor e dos parceiros contratados seria o único procedimento adotado para assegurar a veracidade, a consistência, a correção e a suficiência das informações prestadas pelo ofertante.

17. Quando demandada, a Orla informou que não dispunha da relação de potenciais investidores procurados na oferta. Segundo o relatório, apenas enviou por e-mail lista de reuniões realizadas em sua sede com gestores com os quais mantinha relações comerciais.

18. O material de divulgação utilizado perante os potenciais clientes consistia em um único slide com informações básicas sobre a oferta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

3.7 Similaridades com casos de operação fraudulenta

19. A Acusação ainda destaca características da oferta que, em sua análise, são similares a ofertas em que houve acusação de operação fraudulenta. Apesar de não haver acusação de operação fraudulenta neste processo, os pontos compõem o entendimento da acusação para fundamentar a relevância das inconsistências de informação e também sustentar a acusação da falta de diligência, pelo que os resumo a seguir:

- (i) Criação da emissora poucos meses antes da emissão das debêntures;
- (ii) Capital social irrelevante frente ao que pretendia captar;
- (iii) Ofertas com esforços restritos;
- (iv) Objetivo de *“investir em outro empreendimento, sempre 100% baseado em recursos de terceiros”*.

3.8 Defesa da Edlyn, Eduardo Corrêa, Guilherme de Toledo e Luiz Novaes

20. Resumo cada um dos pontos em que a defesa se funda:

- i) **Falta de individualização de condutas.** A Acusação não estabeleceu exatamente quais condutas de cada um dos acusados, pessoa jurídica e física, constituem a infração em questão, tendo apenas relatado fatos e proposto a acusação.
- ii) **Pré-julgamento de outras ofertas.** A Acusação utiliza semelhanças com outras ofertas para indicar existência de infração na oferta em questão no processo. Contudo, os processos que analisam essas outras ofertas não contam com decisões condenatórias definitivas. Ademais, as ofertas não são comparáveis e, mesmo que fossem, a conexão entre essas e a do caso em quadro não poderia ser feita sem um pré-julgamento da acusação.
- iii) **Subjetividade da referência ao patrimônio da Edlyn como indício de fraude.** O fato de a Edlyn não contar com patrimônio expressivo não é indicativo de irregularidade. Essa conjuntura se deve ao fato de a empresa ser apenas uma *holding* visando a se capitalizar para adquirir outras empresas: forma de organização que não é ilegal ou merecedora de suspeitas. Da mesma forma, a Acusação não estabelece uma métrica da relação entre custos de oferta e valor da oferta que deixe claro que os custos da oferta de Edlyn eram suspeitos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

iv) **Bis in idem.** A ausência de apresentação de informações contábeis atualizadas não pode ser utilizada como indício de irregularidades para condenação no contexto deste processo, visto que já serviram de base para suspensão e cancelamento do registro de companhia aberta da Edlyn. Esta dupla utilização constitui *bis in idem*.

v) **Atraso na atualização não é indício de infração.** O não encerramento da oferta após questionamentos realizados pela CVM não deve ser utilizado como elemento de acusação, visto que a oferta foi mantida aberta pela perspectiva de captar os recursos intencionados.

vi) **Ausência de má-fé e de prejuízos na discrepância de informações do custo de aquisição e destinação dos recursos.** “*A incongruência na apresentação do valor de aquisição das quotas da USIESP por parte da EDLYN (...) deu-se por mera falha material de informação, tratando-se de mero lapso informacional, desprovido de qualquer má-fé ou intenção negativa, passível ainda também de ter decorrido de mera alteração no curso informal de negociação (...)*” E, segue a defesa, “*eventuais discrepâncias de informações acerca da destinação dos recursos (...) tratam-se (sic) de meros lapsos materiais advindos de falhas operacionais no processo de revisão de minutas dos instrumentos contratuais pertinentes a EMISSÃO, desprovidas, portanto, de quaisquer má-fé ou intenções maléficas, circunstâncias essas que não ocasionaram quaisquer prejuízos materiais financeiros a investidores (...)*”

vii) **Legitimidade das garantias.** A Afirmação de que as garantias oferecidas não se prestavam ao seu fim de proteção adicional por estarem relacionadas à própria empresa alvo e, portanto, ao sucesso da oferta, é falsa, visto que a USIESP era empresa geradora de caixa, com patrimônio expressivo e bem estruturada. Se o objetivo da oferta fosse de fato levado a cabo, esses recursos serviriam de proteção ao investidor.

viii) **Ausência de dolo.** Não há evidência de dolo, visto que a oferta não foi efetivamente colocada e nenhum investidor prejudicado. Os prejuízos ficaram apenas com o ofertante.

3.9 Defesa da Orla e Lucia Cristina

21. Inicialmente, a defesa (doc. 0917687) afirma que pelo instrumento de compra e venda de quotas da USIESP, “*a aquisição, pela Companhia, da totalidade das cotas da USIESP estaria condicionada ao atendimento de certas condições suspensivas, no – exíguo – prazo de 60 (sessenta) dias, contado da data de assinatura do aludido Instrumento (30 de junho de 2017)*”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

22. Este fator, segue a defesa, por si só tornava as debêntures bem pouco atrativas antes do prazo para satisfação de condições. Após este prazo, uma vez que as condições não foram satisfeitas, *“considerou-se tacitamente encerrada a operação e descontinuado qualquer procedimento a ela referente – tal como o processo de distribuição das Debêntures, a ser realizado pela Orla –, independentemente da eventual comunicação do encerramento da oferta para a CVM, o que, de fato, apenas ocorreu em 2019, após questionamentos da própria CVM, que foram prontamente atendidos pelas Defendentes”*.

23. A defesa se funda nos seguintes pontos, que a seguir resumo:

- i) **Baixo capital da emissora não pressupõe baixo compromisso dos controladores.** A Acusação afirma que a desproporção entre o capital social e a capitalização do investimento indicaria um baixo compromisso dos controladores com o projeto, uma vez que este seria financiado integralmente pela emissão das debêntures. No entanto, não leva em conta que a Edlyn era sociedade anônima registrada na categoria “B”, de modo que seus mecanismos de financiamento eram bastante limitados. A companhia – ainda pré-operacional – estava buscando novos meios de financiamento a fim de concluir seu primeiro projeto de negócio.
- ii) **Acusação não deveria fazer juízo quanto ao custo da oferta.** A Acusação argumenta que o alto custo da oferta das debêntures aumentaria o risco para potenciais investidores que viessem a adquiri-las. No entanto, não houve prejuízos para nenhum investidor, visto que ninguém se interessou pela aquisição das debêntures. A análise de risco de empreendimentos deve ser feita pelos investidores, cabendo à CVM simplesmente garantir a prestação das informações necessárias para uma tomada de decisão refletida e informada.
- iii) **Atualização de documentos não teria utilidade.** A partir de 30 de agosto de 2019, perdida a “validade” do contrato de compra e venda fundamento da operação, não haveria mais razão para ofertar as debêntures. Se os documentos tivessem sido atualizados, não teriam utilidade prática, pois a emissora vinha negociando com investidores em outros termos, que não os da oferta ora sob julgamento.
- iv) **Nenhum investidor subscreveu as debêntures.** Em resposta (doc. 0755653) ao ofício nº 452/2018/CVM/SER/GER-3 (doc. 0755651), datada de 27.12.2018, a Edlyn já havia esclarecido à CVM que não houvera emissão efetiva de nenhuma debênture.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

v) **A CVM não deve fazer juízo de valor sobre qualidade do investimento.** A defesa refere-se à qualidade das garantias, que a acusação teria considerado insatisfatória, e afirma que cabe à CVM somente garantir que informações verídicas estejam a disposição dos interessados para permitir uma tomada de decisão refletida e informada.

vi) **Documentos usualmente produzidos não são obrigatórios.** A Acusação lista uma série de documentos que são “usualmente” produzidos pelo intermediário líder em emissões de debentures, tais como: (i) relatório de *due diligence* no emissor; (ii) *legal opinion*; (iii) declarações de veracidade do emissor e da eventual garantidora; (iv) cartas de conforto de auditores independentes; e (v) gravação da bring down call. Esta conduta é desejável, porém não obrigatória, de modo que a Orla não pode ser condenada por atuação não exigida legalmente como requisito para emissão e oferta de debêntures.

4 Andamentos posteriores

24. Em 21.02.20, Orla e Lúcia Cristina apresentaram proposta conjunta de termo de compromisso⁴, rejeitada em reunião do Colegiado de 04.08.20⁵.

25. Em 24.05.22 fui sorteado relator.

Rio de Janeiro, 29 de agosto de 2023.

João Accioly

Diretor



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM N° 19957.000596/2019-95

Reg. Col. 1743/20

Acusados: Usinagem Edlyn Participações S.A, Luiz Orlando Caiuby Novaes, Guilherme Augusto Cirne de Toledo, Eduardo Evangelista Correa, Orla DTVM S.A. e Lúcia Cristina Rodrigues Pinto

Assunto: Falhas na prestação de informações em oferta de debêntures

Relator: João Accioly

VOTO

1 Requisitos dos tipos administrativos

1. A Edlyn e seus diretores Luiz, Guilherme e Eduardo são acusados de deixar de oferecer informações adequadas para os investidores, nos termos do art. 10 da ICVM 476:

Art. 10. O ofertante deverá oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores.

2. Para que a violação esteja caracterizada, portanto, é preciso descumprir a obrigação ao apresentar informações a investidores. Há, portanto, dois elementos no tipo: **(i)** produção de informação inadequada ou de “má qualidade” (a contrário senso do dispositivo, *falsa, inconsistente, incorreta ou insuficiente*)¹⁻² e **(ii)** sua efetiva disponibilização³ a investidores.

3. A Orla e sua diretora Lúcia são acusadas de não manterem/disponibilizarem lista de investidores procurados na oferta, conforme §2º do art. 7º-A ICVM 476, e por falta de diligência no que diz respeito à obrigação de assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam “*verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes*”, nos termos do art. 11, I, da mesma norma:

¹ A redação art. 10 da ICVM 476 parece ter redundâncias ao falar em informações “verdadeiras” e “corretas”, cuja diferença me escapa, e se as informações são suficientes e verdadeiras não vejo como poderiam ser “inconsistentes”. Por simplicidade, emprego em algumas ocasiões apenas “má qualidade” ou “inadequadas” para qualificar as informações que não se adequam à norma.

² A rigor a questão da falsidade extrapola até a questão da má qualidade. De todo modo, este PAS não trata de conduta em que imputada “falsidade” na acepção própria do direito punitivo, que pressupõe o dolo, mas apenas no sentido objetivo de informação *falsa* em mera oposição à informação *verdadeira*. Ademais, a inconsistência principal não é de uma informação inteiramente falsa, porque a verdadeira constou da oferta, e sim contraditória, pois além da informação correta havia também informação incorreta sobre o mesmo fato.

³ É possível em tese que os envolvidos em uma oferta produzam informações falsas, mas não cheguem efetivamente a apresentá-las a investidores (não havendo oferta propriamente dita). Esta possibilidade é especialmente factível em uma oferta a ser distribuída com esforços restritos: os participantes podem produzir documentos com informações falsas, mas, por qualquer motivo, não chegarem a procurar investidores, não havendo “oferecimento” destas informações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

Art. 7º-A O início da oferta pública distribuída com esforços restritos deverá ser informado pelo intermediário líder à CVM, no prazo de 5 (cinco) dias úteis, contado da primeira procura a potenciais investidores.

§2º O ofertante e o intermediário líder da oferta deverão manter lista contendo:

I – o nome das pessoas procuradas;

II – o número do Cadastro de Pessoas Físicas (CPF) ou Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ);

III - a data em que foram procuradas; e

IV - a sua decisão em relação à oferta.

4. Para que o tipo do art. 11, I, seja caracterizado é preciso que o intermediário não realize esforços suficientes para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam adequadas. Neste caso, a necessidade de que a informação de má qualidade chegue ao investidor, para que se configure a infração, fica ainda mais evidente pela parte final do dispositivo: “*permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta*”.

5. Os elementos do tipo são, portanto: **(i)** produção de informação de má qualidade (falsa/incorrecta, inconsistente ou insuficiente), **(ii)** falta de esforços relevantes para detectar esta falta de qualidade (falsidade/incorreção, inconsistência ou insuficiência)⁴ e **(iii)** disponibilização da informação a investidores no âmbito da oferta pública.

6. Como as defesas apresentam como um de seus argumentos o fato de que não houve efetiva subscrição das debêntures por nenhum investidor, convém destacar que nenhum dos dois dispositivos exige uma relação causal entre disponibilização de informação de má qualidade no âmbito da oferta e a opção por realizar o investimento, nem mesmo exigindo que haja efetivo investimento para configurar a infração. Pelo tipo descrito, basta que a informação tenha sido disponibilizada ao potencial investidor, ao se lhe oferecer o investimento, para configurar o descumprimento das obrigações. Caso o investidor opte por não investir, mesmo baseado na informação de má qualidade, ainda sim terá feito uma opção a respeito do investimento tendo

⁴ Note-se que o tipo não confunde – como não o faz a acusação – a *ocorrência* de uma informação de má qualidade ser apresentada na oferta, com a *falta de diligência* do intermediário líder. Não é porque uma informação incorreta compôs a oferta que isso necessariamente implica a falta de diligência do intermediário; é preciso que a incorreção seja razoavelmente detectável, i.e., que a conduta diversa esperada seja factível a ponto de ser exigível



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

como referência informação inadequada. Note-se, inclusive, que a lista referida no §2º do art. 7-A requer que seja expressamente indicada qual foi a decisão em relação à oferta.

7. A propósito, quanto ao tipo do §2º do art. 7º-A, para sua caracterização é preciso que o intermediário não mantenha lista de investidores procurados. São seus elementos: (i) que algum investidor tenha sido procurado e que (ii) não exista registro desta procura, com as demais informações exigidas pela regra, em decorrência da atuação do intermediário.

2 Falha na prestação de informações pelo ofertante – Edlyn e diretores

2.1 Materialidade

2.1.1. Produção de informação de má qualidade (falsa/incorrecta, inconsistente ou insuficiente):

8. Diversos elementos apontados como indícios de irregularidade pela Acusação não dizem respeito a falhas no fornecimento de informações, mas sim a especulações sobre possível fraude (Itens “3.1 Custos de oferta elevados” e “3.4 Problemas em relação às garantias” do Relatório). Isto sequer foi objeto de acusação neste processo, sendo tais elementos irrelevantes para a análise da materialidade desta infração, mas os entendo pertinentes para avaliar, quanto à infração de falta de diligência imputada ao intermediário, se havia sinais de alerta para demandar maior cautela. Assim, retorno ao tema ao tratar das acusações à Orla e sua diretora.

9. As incongruências informacionais são incontroversas. A defesa da Emissora e seus diretores (doc. 0917687) reconhece que houve erro, que desconsidera como “mera falha material”, “mero lapso informacional” que poderia ter decorrido de “mera alteração” nas negociações:

III.7.1- A incongruência na apresentação do valor de aquisição das quotas da USIESP por parte da EDLYN (...) deu-se por mera falha material de informação, tratando-se de mero lapso informacional, desprovido de qualquer má-fé ou intenção negativa, passível ainda também de ter decorrido de mera alteração no curso informal de negociação desta transação de aquisição alvo.

10. As contradições a respeito da destinação de recursos provenientes da emissão (Item 3.5 do Relatório) também são reconhecidas pela defesa, e defendidas por sua “mera materialidade”:

(...) eventuais discrepâncias de informações acerca da destinação dos recursos oriundos da EMISSÃO (...) trata-se de meros lapsos materiais advindos de falhas operacionais no processo de revisão de minutas dos instrumentos contratuais pertinentes a EMISSÃO, desprovidas, portanto, de quaisquer má-fé ou intenções maléficas (...)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

11. O tipo não exige que a inconsistência da informação seja fruto de má-fé, apenas que a Ofertante forneça informação inconsistente, com algum grau de culpabilidade. Trata-se, me parece, de infração culposa. Afinal, apresentar dolosamente informação falsa configuraria modalidade de fraude, ilícito bem mais grave e que em princípio absorveria, por consunção, a infração ora tratada como conduta meio (tanto que em casos de operação fraudulenta não é usual acumular a acusação de infração à Instrução 08/Resolução 62 e a infração ao art. 10 da Instrução 476).

12. Adicionalmente, subentende-se que a defesa da emissora, ao se referir a informação de relevância reduzida por ser decorrente de falha ou lapso meramente “material”, na verdade valeu-se do adjetivo querendo referir-se a falha ou lapso formal, e não de conteúdo, mas não é disso que se tratou pois o erro foi claramente de conteúdo. De todo modo, se o centro da obrigação é a correção e a completude da informação, o que tenderia a ter menor relevância, ou talvez até afastar a incidência do tipo, seria alguma falha efetivamente *formal*, ou *procedimental*, tal como uma informação não ter sido atualizada por algum erro escusável no preparo ou envio de documentos, talvez um erro de digitação ou outro evento que, em suma, não fosse capaz de mostrar ter havido falha relevante no controle da qualidade da informação – uma qualidade que é, afinal, eminentemente material.

13. Por todo o contexto da oferta, da tentativa de obter financiamento em outros termos e dos documentos e evidências dos autos, parece-me plausível concluir pela ausência de evidências de havido má-fé ou intenções maléficas no caso concreto; mas, ainda assim, ocorre que essa ausência de má-fé não afasta a materialidade da infração.

14. A Acusação ainda alega que diversos documentos teriam perdido sua “validade” e não foram substituídos, mesmo com a oferta não tendo sido oficialmente encerrada. De antemão convém um reparo no que se refere aos efeitos do decurso do prazo máximo previsto no contrato para ocorrência de condição suspensiva. A acusação fala em perda de *validade*, quando disso não se trata, e sim de sua *eficácia*. Já o relatório da agência de rating possuía um alcance temporal limitado, a que se chamou de *validade*, que faz sentido no contexto, mas não deve ser confundido com a efetiva validade jurídica do documento, que nenhum deles perdeu. Porém, em nada isso prejudica o mérito da acusação neste ponto, que foca na falta de atualização, claramente verificada.

15. Quanto à falta de atualização dos documentos, a defesa de Orla e Lúcia Cristina (§ 3.9 do Relatório) diz que não haveria motivos para realizá-la, pois a oferta já não seria de interesse de qualquer investidor e não se fariam novos esforços (ainda que restritos) de distribuição (v. §23-iii do Relatório).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

16. O argumento da defesa é coerente e merece aprofundamento, o que faço ao tratar da acusação contra a Orla e sua diretora. O que destaco para fins da acusação à Edlyn e seus diretores é que algumas informações essenciais a respeito da oferta já eram manchadas por inconsistências desde sua origem. A Escritura de Emissão informava que o preço de aquisição da Usiesp seria de R\$ 15 milhões, enquanto o contrato de compra e venda de quotas da Usiesp, datado de 30.06.17 (mesma data da emissão da primeira série de debentures), estabelecia preço de mais que R\$ 29 milhões, praticamente o dobro do previsto na escritura (ver Item 3.3 do Relatório). Portanto, a Escritura de Emissão contava com informação grosseiramente incorreta desde o início da emissão e sobre um aspecto central da operação.

2.1.2. Efetiva disponibilização a investidores:

17. Em resposta ao Ofício nº 118/2018/CVM/SFI/GFE-2 (doc. 0756984), a Orla enviou em 13.04.2018 e-mail (doc. 0756989) à CVM contendo lista de reuniões de apresentação de ativos a gestoras potencialmente interessadas nas ofertas. Entre esses ativos, constam as debêntures de Edlyn:

Item 2.c - As reuniões de Apresentação aos potenciais investidores ocorreram na Instituição, comandada pelo gerente comercial, com apresentação do teaser do ativo as gestoras parceiras.

Ativo USINAGEM EDLYN
03/07/2017 - às 14h - Reunião Apresentação às Gestoras:

██████████ Gestão de Recursos (CNPJ ██████████) Sr. ██████████ ██████████ Gestão de Recursos (CNPJ ██████████) Sr. ██████████
██████████ Sr. ██████████ ██████████ Gestão de Recursos (CNPJ ██████████) Sr. ██████████
██████████ Administradora de Recursos (CNPJ ██████████) Sr. ██████████

Até a presente data não houve demanda pelos investidores por este ativo, estamos apenas prorrogando a oferta na CVMWEB

18. A apresentação da oportunidade de investimento em reunião com gestores de fundos que poderiam vir a ser investidores implica a apresentação de informações da oferta. Sendo assim, esse elemento do tipo também está presente.

19. Presentes ambos os elementos, incongruência das informações e sua efetiva apresentação aos potenciais investidores na oferta, conluo haver a materialidade do ilícito.

2.2 Autoria e responsabilidade dos administradores

20. O §1º do art. 10 da ICVM 476 estabelece expressamente responsabilidade dos administradores do ofertante pela obrigação do *caput*:

§ 1º Os administradores do ofertante também são responsáveis pelo cumprimento da obrigação prevista no caput.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

21. O Termo de Acusação descreve, ainda que sucintamente, as condutas dos administradores Guilherme de Toledo e Eduardo Correa, ao afirmar que assinaram a escritura de emissão (§55-3.1-ii-iii). Então, além de terem a responsabilidade pelo cumprimento da obrigação prevista no caput, tiveram efetivamente uma conduta descrita e provada pela acusação, diretamente relacionada à inconsistência nas informações, já que a discrepância principal era justamente entre a escritura de emissão e o contrato de compra e venda das cotas da Usiesp. Ainda mais relevante é que ambos assinaram os dois documentos, o que demonstra terem tido conhecimento da divergência e amplas condições de evitá-la.

22. Quanto ao Sr. Luiz Novaes, apesar de o Termo de Acusação não conter em seu próprio corpo especificação de sua conduta, trata-se da mesma conduta documentalmente demonstrada para os demais diretores da Edlyn: o acusado assinou a escritura de emissão de debêntures e o contrato de compra e venda das cotas da Usiesp. Como são documentos que instruem a acusação, considero estar suficientemente descrita e individualizada a conduta dos acusados nos autos a ponto de ter permitido sua defesa, não sendo necessário tratar, neste processo, do tema da responsabilização objetiva em sede sancionatória. Houve conduta determinante da infração, praticada pelos três acusados, pelo que concluo estar presente a autoria para todos.

3 Falta de diligência, pelo intermediário líder, para averiguar qualidade das informações prestadas pelo ofertante

3.1 Materialidade

3.1.1. Produção de informação de má qualidade e sua apresentação a investidores:

23. A incongruência de informações e sua efetiva apresentação a potenciais investidores já foram tratadas na seção anterior e se aplicam a esta acusação.

3.1.2. Ausência de esforços relevantes para detectar a falta de qualidade de informações

24. Trata-se aqui de verificar se o intermediário líder teve culpabilidade em sua conduta, ao não evitar que as informações incongruentes chegassem aos potenciais investidores.

25. Uma faceta importante dessa acusação é a da atualização dos documentos da oferta. Trata-se de cuidado um tanto básico que cabe ao intermediário, pois independe de qualquer sinal de alerta senão as simples datas previstas nos documentos originais. Quanto a esse ponto, como já



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

adiantado ao tratar da infração imputada à emissora, diz a defesa da Orla que não haveria motivos para realizar a atualização dos documentos, pois a oferta já não seria de interesse de qualquer investidor e não se fariam novos esforços de distribuição.

26. Adianto que entendo ter havido falha punível por parte da Orla, mas, em alguma medida, concordo com a Defesa nesse ponto. Fosse o caso de estar-se diante de uma oferta em que a partir de determinado momento *não se fariam esforços de distribuição*, caberia demonstrar que, em que pese não ter sido a oferta formalmente encerrada (nos termos exigidos pela regulamentação), tendo sido interrompidos os esforços de oferta seria possível sustentar um marco temporal para a cessação da referida irregularidade, já que ela só ocorre quando o investimento é oferecido mediante apresentação das informações de má qualidade. Assim, demonstrado estivesse nos autos que não se fez a apresentação da oferta a potenciais investidores a partir de quando os documentos já estivessem obsoletos, a falta de atualização, em si mesma, não seria determinante da ocorrência da infração ora tratada. Precisaria haver efetivo oferecimento do investimento a potenciais investidores para sua ocorrência.

27. Nesse sentido, há indícios nos autos de que não tenha mesmo havido essa apresentação a investidores após a data a partir da qual os documentos estavam obsoletos. A prova negativa genérica é impossível, mas há registro de reuniões de apresentação a investidores, todas ocorridas no início de julho de 2017 (v. §17 acima) e não há registro de outras reuniões após aquelas. Há que se ter cautela para não extrapolar indevidamente o entendimento ora manifestado: ausência de evidência não necessariamente significa evidência da ausência, e pode decorrer, em tese, de falta de diligência por parte do intermediário ao não manter registros de reuniões. Ainda assim, os demais elementos trazidos aos autos dão suporte à alegação da Defesa, de que após transcorrido o prazo máximo de ocorrência das suspensões, nem faria sentido apresentar o negócio. Desse modo, entendo que não cabe considerar os documentos desatualizados como fundamento quanto à materialidade da infração.

28. Porém, como dito no trecho anterior, chegou a haver a oferta, ainda que por uma duração menor do que a considerada pela Acusação e para um número não expressivo, ainda que usual, de potenciais investidores (quatro, pelo que consta do documento referido no §17). É convincente, e não há prova em contrário, a alegação da defesa de que não foi apresentado o investimento após os 60 dias previstos no contrato de compra e venda: se com o contrato ainda apto a produzir efeitos já não houve interesse, uma vez extinta essa aptidão é inverossímil que intermediários pretendessem buscar investidores com base nos mesmos documentos. O período relativamente curto de efetiva oferta, a ausência de efetiva subscrição e a não expressividade da quantidade de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

investidores contatados (diante do limite de 75 investidores que poderiam ter sido procurados sob o art. 3º, I, da Instrução CVM nº 476) são elementos a serem considerados ao se estimar a gravidade da conduta em concreto, para fins de dosimetria da pena, mas não afastam a configuração da infração.

29. A incorreção e inconsistência das informações da oferta destacadas na seção anterior são evidentes. Bastava a comparação de dois dos documentos centrais relevantes para ser constatada. Sendo assim, a falta de diligência é igualmente evidente.

3.2. Comparações com casos de fraude

30. Antes de tratar da autoria, entendo pertinente abordar brevemente alguns argumentos das defesas, mais bem desenvolvidos na defesa da Orla, mas em alguma medida abordados na dos acusados do lado da Emissora. Não os considero aptos a afastar as infrações, mas tratam de temas relevantes para a sinalização que este processo pode vir a ter perante os participantes do mercado.

31. Refiro-me aqui aos argumentos sintetizados no §23 do Relatório: em síntese ainda mais apertada, mas complementada com certas ressalvas, são eles: (a) o baixo capital da emissora não necessariamente pressupõe baixo compromisso dos controladores com o investimento, podendo, em tese, se tratar de uma circunstância ligada ao início da fase pré-operacional em que a companhia se encontrava; (b) a CVM não deveria fazer juízo de valor, ao menos dentro de certa racionalidade, quanto aos custos da oferta, tampouco quanto à qualidade do investimento ou garantias, desde que informações de qualidade sejam transparentes ao investidor, devendo, em tais circunstâncias, a análise de risco ser feita exclusivamente pelos investidores; e (c) os documentos usualmente produzidos por intermediários líderes, que a acusação afirma não ter a Orla produzido, não eram obrigatórios e ela não poderia ser condenada por ter uma atuação não legalmente exigida.

32. Na forma em que as resumo acima, entendo que todas as afirmações são verdadeiras. Realmente não cabe à CVM, em contextos de aprovação dos projetos ou julgamento da conduta de quem os negociou, fazer avaliação de questões de mérito do investimento, como grau de compromisso dos controladores, solidez das garantias ou demais aspectos relacionados ao risco e ao retorno do negócio, observadas as obrigações informacionais para que não sejam subtraídas do conhecimento dos investidores nem apresentadas de modo a induzi-los em erro. Porém, todos esses pontos compõem, especialmente em conjunto, os chamados “sinais de alerta” e que, no mínimo, tornam o potencial de irregularidade mais chamativo àqueles que têm deveres de diligência sobre conduta alheia, como os que cabem ao intermediário líder. Especialmente porque esses elementos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

compõem indícios até mesmo de fraude: como são apenas indícios, podem ocorrer, por definição, sem que haja a fraude, mas quando ela existe é comum que elementos semelhantes estejam presentes, o que torna mais clara a factibilidade da conduta diversa exigida.

33. Especialmente sensível é a não apresentação pela Orla de documentos que normalmente o são por intermediários em função semelhante. Não se trata de condenação por não os ter apresentado, que seria conduta atípica, mas alguns desses documentos (especialmente, no caso, o parecer jurídico e cartas de conforto de auditores) podem contribuir para evitar falhas, como a que não detectou discrepâncias relevantes quanto as que ocorreram na oferta dos autos. Da mesma forma, se elas tivessem sido detectadas, a ausência dessas práticas não seria por si só reprovável. Como não foram detectadas, sua ausência é parte do conjunto de elementos que dá concretude, no caso concreto, ao conceito amplo de falta de diligência na atuação do intermediário. Dito de outro modo, tivessem realizado as diligências refletidas nesses documentos, não só a probabilidade de detecção aumentaria, como eventualmente uma falha na detecção de alguma inconsistência poderia não ser considerada como decorrente de falta de diligência, que é obrigação de meio e não de resultado, se os esforços realizados tivessem sido demonstradamente razoáveis.

Autoria

34. Também não há controvérsia quanto à autoria desta infração, pois a Orla era o intermediário líder da oferta, tendo preenchido os formulários de início e de encerramento⁵.

35. Quanto à responsabilidade de sua diretora, a ICVM 476 estabelece:

Art. 11-A. Os administradores da instituição líder da oferta, dentro de suas competências legais e estatutárias, são responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas ao líder por esta Instrução.

36. O Termo de Acusação tece algumas considerações fáticas sobre a Sra. Lúcia Pinto, que nos trabalhos de campo teria demonstrado desconhecer o processo de distribuição de ofertas e acumular responsabilidade de outras diretorias. Tais afirmações não constituem conduta. Porém, a documentação que instrui a acusação contém ato claro da acusada, ao representar a Orla no contrato de distribuição (doc. 0757030). Ainda que tais elementos não possam por si só ser considerados como necessariamente determinantes da efetiva responsabilização, são os únicos que há nos autos, e diante da ausência de contra-argumentos os entendo suficientes para evidenciar o efetivo envolvimento da acusada nos fatos, pelo que entendo caber sua condenação pela infração.

⁵ Doc. 0753515.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

4 Não manutenção de lista de investidores procurados

37. A Orla disponibilizou lista de investidores procurados, no e-mail em que informa as reuniões realizadas acerca do ativo. O trecho do e-mail encontra-se reproduzido no §17 deste voto. Apesar de suprimidos os nomes e números de CNPJ, tais dados encontram-se indicados do documento juntado aos autos. Também há o registro de data em que houve as reuniões ali referidas (03.07.2017). A informação tem utilidade para melhor compreensão do transcurso da oferta, pois ainda que a oferta tenha tido início formalmente após alguns dias (em 10.07.2017), a data é consistente com a descrição apresentada pela defesa da Orla, de que uma vez firmado o contrato de compra e venda (30.06.2017), o intermediário fez a apresentação para alguns potenciais interessados, que não manifestaram interesse naquele momento, e depois de transcorridos os 60 dias sem que a condição suspensiva se implementasse, não teria havido mais apresentações.

38. Já a outra informação exigida pela norma em relação aos investidores procurados, sua decisão em relação à oferta, não está explicitamente no documento, que diz “até o momento não houve interesse”. Porém, trata-se de informação que nas circunstâncias do caso perde sentido, já que a todo tempo foi informado pela emissora e pela intermediária que não houve nenhuma subscrição e não se tem prejuízo à compreensão de como se deram as ofertas.

39. Assim, embora formalmente não tenha sido apresentada uma lista de controle exatamente como a referida no §2º do art. 7-Aº, tendo em vista que na prática o que foi apresentado trouxe as informações requeridas, entendo que não há materialidade delitiva a justificar a aplicação de pena às acusadas pela insuficiência pontual quanto a esse documento, inclusive tendo em vista que já estão sendo condenadas por questão mais abrangente que é a falta de diligência como intermediário líder.

5 CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

40. Pelos motivos expostos, entendo que os acusados devem ser responsabilizados pelas infrações imputadas, à exceção apenas da infração ao art. 7º-A, §2º, da Instrução 476.

41. As infrações aos artigos 10 e 11, I, da Instrução 476 eram consideradas graves (art. 18, II e III), o que foi mantido pelas normas que as substituíram. De todo modo, é preciso avaliar as condições do caso na determinação da pena. Neste caso, é central o fato de que nenhum investidor foi materialmente prejudicado pela disponibilização de informações falhas por parte dos acusados e pela falta de diligência do intermediário, visto que ninguém optou por investir na oferta com base naquelas informações (tomaram a decisão de não investir). Portanto, é menos expressiva a gravidade das infrações em concreto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

42. De se destacar que a oferta pública com esforços restritos apenas ocorreu, efetivamente, em julho de 2017, antes da entrada em vigor das alterações da Lei 13.506/17 na Lei 6.385/76. Assim, não cabe a fixação de penas-base nem aplicação de percentual específico para atenuantes. De todo modo, considero o balizamento trazidos em casos recentemente julgados, em que houve efetiva subscrição de valores mobiliários, com imposição de multa para a intermediária líder⁶ e sua administradora, e para a emissora⁷ e cada um de seus administradores.

43. Considero, ainda, neste caso, os bons antecedentes dos acusados Edlyn S.A., Luiz Novaes, Guilherme Toledo e Eduardo Correa⁸.

44. Diante do exposto, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76 e com base nos precedentes, voto pela absolvição de Orla DTVM S.A. e Lúcia Pinto da acusação de infração ao art. 7º-A, §2º, da Instrução CVM 476, e pela condenação de:

- Usinagem Edlyn Participações S.A., Luiz Novaes, Guilherme Toledo e Eduardo Correa, por infração ao art. 10 da Instrução CVM nº 476/09, às penas de multa pecuniária no montante individual de **oitenta e cinco mil reais** para a pessoa jurídica e **quarenta e dois mil e quinhentos reais** para cada uma das pessoas naturais.
- Orla DTVM S.A. e Lúcia Cristina Rodrigues Pinto, por infração ao art. 11, I, da Instrução CVM nº 476/09, às penas de multa pecuniária no montante de **cem mil reais** para a pessoa jurídica e de **cinquenta mil reais** para a pessoa natural.

Rio de Janeiro, 29 de agosto de 2023.

João Accioly
Diretor

⁶ Faço referência a dois julgados: (i) PAS nº 19957.008816/2018-48, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 28.02.2023. Orla e Lúcia foram condenadas por violação ao art. 11, I da ICVM 476, a multas de R\$400 mil e R\$ 200 mil, respectivamente, num caso em que também houve inconsistências informacionais, porém, valores superiores, efetiva subscrição por investidores e pagamentos indevidos a alguns participantes. (ii) PAS nº 19957.007430/2019-08, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 22.12.2022. Multa de R\$ 170 mil à intermediária líder pela mesma infração. O caso também teve efetiva subscrição por investidores e condenação por operação fraudulenta pela emissora. A condição de falência da acusada foi considerada como mitigadora para a pena, que considero análoga à situação atual da Orla, que já não mais atua no mercado, como trazido pela Defesa aos autos deste processo.

⁷ Faço referência novamente ao PAS nº 19957.007430/2019-08, citado na nota anterior. A emissora foi multada em R\$ 100 mil por infração ao art. 10 da ICVM nº 476. Apesar de ela ter praticado outras irregularidades, principalmente operação fraudulenta, entendo que em virtude de as condutas mais graves terem sido apenas com multas mais pesadas, parece-me que a dosimetria naquele caso ficou adequada a uma punição pela mesma reprovabilidade que remanesce neste caso.

⁸ Sobre ausência de bons antecedentes das acusadas Orla e Lúcia, v. nota de rodapé nº 6.