



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 SANCIONADOR CVM Nº 19957.001231/2021-01

Reg. Col. 2593/22

Acusados: RJI Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
Mauro Cesar Medeiros de Mello

Assunto: Apurar infrações à Instrução CVM nº 476/2009 no âmbito da oferta pública com esforços restritos de distribuição dos certificados de recebíveis imobiliários – CRI da 3ª série da 1ª emissão da Infrasec Securitizadora S.A.

Relatora: Diretora Marina Copola

Voto: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Respeitosamente dirirjo, no mérito, do voto da Ilustre Diretora Relatora, por discordar de algumas das conclusões a que chegou sobre as imputações formuladas pela SRE em face da RJI, nas quais se alinhou ao entendimento da Área Técnica de que a coordenadora líder, no âmbito da oferta pública com esforços restritos de CRIs da Infrasec, teria descumprido os artigos 11, inciso I; 11, inciso II; 7º-A, **caput** e 8º; e 7º-A, §2º, da Instrução 476 (ao longo do voto, mencionarei os artigos e dispositivos sem fazer referência ao número da instrução).

2. Pelas razões que exponho a seguir, entendo que não há fundamentos para a condenação da acusada pelo art. 11, incisos I e II; quanto às demais, embora concordando com a condenação, dirirjo da penalidade proposta pela Relatora.

II. ART. 11, I

3. Embora não tenha sido contestada a qualidade das informações prestadas pela emissora na Oferta, o que levaria a uma suposta infração ao art. 10 da por parte da Infrasec, a Acusação concluiu pela ausência de diligência na verificação dessas informações pela intermediária líder, entendimento acatado pela Relatora, que imputou à RJI a infração ao Art. 11, I.

4. O que usualmente ocorre é que a Área Técnica, quando analisa determinada oferta pública de valores mobiliários e conclui ter o emissor fornecido aos investidores informações que não atendem ao exigido pelo art. 10, avalie também quais foram os procedimentos efetuados pelo intermediário líder para atestar a qualidade das informações divulgadas na oferta. Caso conclua que ele foi diligente, ela não o acusa, em que pese tenham os investidores recebido do emissor informações defeituosas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

5. Para a Relatora, contudo, o padrão de conduta imposto pelo art. 11, I, traduz-se em obrigação de meio, independentemente de resultado ter sido positivo, e eventuais falhas na verificação das informações de uma oferta pelo intermediário líder materializam-se em etapa anterior à sua disponibilização aos investidores. É possível, nessa visão, que mesmo sendo verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes as informações divulgadas, o intermediário não tenha adequadamente diligenciado para que este resultado tivesse se concretizado.

6. Conforme me manifestei em meu voto como Relator do PAS CVM nº 19957.000596/2019-95, j. em 29.08.2023 e **acompanhado por unanimidade pelo Colegiado**, a caracterização do tipo do art. 11, I, exige *“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’”*.

7. Na ocasião, elenquei os elementos do tipo do dispositivo: (i) produção de informação de má qualidade¹; (ii) falta de esforços relevantes para detectar esta falta de qualidade; e (iii) disponibilização da informação a investidores no âmbito da oferta pública. O que se conclui é que o núcleo material do tipo é a má qualidade da informação fornecida ao investidor e o núcleo procedimental, por assim dizer, é a falta de diligência do intermediário líder em identificá-la.

8. Não configurado o núcleo material, sendo adequadas as informações prestadas pelo ofertante, não há que se falar em falta de diligência do intermediário líder em verificá-las, uma vez que atingiram seu objetivo de permitir ao investidor uma tomada de decisão informada.

9. De todo modo, examino também a questão sob a tese de que a conduta da RJI deveria ser avaliada tendo como critério a possibilidade de ocorrência de um hipotético efeito danoso. Mesmo, repito, não tendo havido efeito danoso, e mesmo estando ausentes quaisquer prejuízos informacionais. Sob essa tese, concordo parcialmente com a análise da Relatora: concordo particularmente com as considerações acerca do parecer jurídico, e discordo em relação aos demais documentos, pelos quais inicio.

10. Primeiramente, trato do relatório de risco interno², que diferentemente do que disse a Acusação, está datado de 18.07.2019, no qual a RJI registou sua análise de *“todo material que nos foi disponibilizado e em processos internos de avaliação de risco x resultado e due diligence”*.

¹ Conforme expus no mencionado precedente, por simplicidade qualifico as informações que não se adequam à norma como sendo de “má qualidade” ou “inadequadas”, para fugir da redundância que entendo trazer os artigos 10 e 11, I, da ICVM 476, ao falarem em informações “verdadeiras” e “corretas”, cuja diferença me escapa, assim como não vejo como informações suficientes e verdadeiras possam ser “inconsistentes”.

² Doc. 1196432, “Anexo II_Risk Assessment - CRI - MT 100”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

11. A Relatora, em linha com a Acusação, considerou o relatório precário e superficial, por entender que dele *“não consta qualquer avaliação sobre a compatibilidade entre os fluxos dos créditos imobiliários do lastro da emissão e de pagamento da operação, tampouco da resiliência desse lastro a cenários de stress”*.

12. Porém, não se pode perder de vista que a CVM sempre se empenhou em não se substituir no papel do regulado ou de terceiros em que este se apoie, sejam eles administradores, auditores, avaliadores ou intermediários. A própria Relatora expressou sua concordância com esse entendimento, ao registrar no §37 de seu voto que *“não compete à CVM se substituir ao intermediário líder ou aos investidores no sentido de definir quais informações deveriam ser apresentadas ou cuja ausência no âmbito de uma oferta ensejaria prejuízos”*. Pondera, porém, que a RJI teria deixado *“de fazer o básico”* na avaliação das informações fornecidas pela ofertante, o que ensejaria a sua condenação por falta ao seu dever de diligência.

13. Entendo que essa assertiva sobre o relatório de risco interno vai contra a linha de atuação da CVM de não se imiscuir em avaliações, julgamentos e opiniões profissionais. Além disso, a afirmação ignora outras considerações presentes no documento, como, por exemplo, contar o projeto subjacente à oferta com *“prazo relativamente curto para o Payback e com uma exposição máxima relativamente pequena se comparado ao tamanho do investimento e a receita”*. Tais considerações podem perfeitamente justificar a opção da RJI em não realizar os procedimentos que a Acusação e a Relatora consideraram imprescindíveis. Não há codificação do que é preciso verificar. Não há previsão normativa do que é *“o básico”*. O que há é uma verificação que se pode razoavelmente considerar menos aprofundada do que o que se vê em ofertas feitas a números muito maiores de participantes. Mas que deve ser também ponderada pela circunstância de que se tratava, em que os investidores negociaram ativamente os termos da operação com a ofertante, bem como da diminuta expressão financeira da oferta. A diligência deve ser proporcional àquilo de que se trata. Não faz sentido econômico gastar mais para realizar a transação, do que os benefícios esperados do sucesso da própria transação. No limite, a ideia de que a diligência seja julgada em termos absolutos permite em tese que se imponham deveres inatingíveis. Na prática, não se chegaria a exigir a realização de esforços infinitos, mas o problema é que muito antes de esforços infinitos, há graus excessivamente e desnecessariamente elevados de serviços acessórios, que não são realizáveis sem custos. No fim das contas, há o sério risco de aumento excessivo dos custos de realizar tais transações, sem ganho efetivo para os participantes se não o de evitar processos sancionadores e penalidades. Quem perde é a economia real, que deixa de ter transações de menor volume realizadas pois deixam de ser viáveis.

14. O relatório, além disso, traz os números financeiros do projeto e das sociedades envolvidas, considerações sobre fatores de risco, sobre a margem Ebitda e a atratividade da taxa interna de retorno, comparativamente as do mercado, bem como análise de sensibilidade



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

para um prazo de 14 anos. Por que isso não é “básico”? Onde se pode traçar a linha com qualquer objetividade? Dada a pouca complexidade da oferta, lastreada em recebíveis de aluguel advindos de cessão de imóvel por concessionária rodoviária, não creio ser possível concluir pela ausência de diligência da RJI, com base em considerações a respeito de suposta ausência de outras análises técnicas que ela deveria ter supostamente realizado.

15. Ao fazê-lo, o regulador substitui-se ao intermediário, e em uma situação em que a Acusação nem mesmo alega que os investidores sofreram prejuízo na oferta. Nem informacional, nem econômico.

16. A RJI também apresentou documento trazendo um conjunto de informações sobre as sociedades que integram a Via Brasil e sobre os instrumentos contratuais que formalizaram a constituição e a securitização dos créditos imobiliários³. Este documento, à minha ótica, traz apontamentos materiais sobre a operação e, também, demonstra algum nível perceptível de diligência da intermediária na avaliação da oferta. Ele registra a análise da relação locatícia subjacente, da cessão de recebíveis e das características da emissão, destacando pontos de atenção, exigências regulatórias e condições resolutivas.

17. Em relação aos outros documentos, parecer sobre a possibilidade de a RJI atuar como coordenador líder e parecer jurídico sobre a oferta⁴, pelo fato de não estarem datados e assinados, a Relatora entendeu que “denotam um descuido primário do intermediário, que justifica a sanção da RJI, mesmo que em menor medida”.

18. Primeiramente, não há alegação de que teriam sido preparados apenas para apresentação à CVM, o que até seria possível, visto terem sido solicitados em 08.01.2020 e entregues em 15.01.2020⁵. Porém, embora a Acusação tenha apontado que a falta de datas e assinaturas “prejudica a sua validação”, entendo que a Relatora os considerou válidos

19. O primeiro é um documento interno à RJI, sem relação com as informações que seriam disponibilizadas aos investidores. Irrelevante para a operação.

20. No tocante ao parecer jurídico, ele registra a análise de todas as características e documentos da oferta, inclusive das garantias, concluindo que os documentos e aprovações societárias da emissora são válidos e eficazes e foram elaborados de acordo com as normas pertinentes. Trata-se de opinião legal, a meu ver, condizente com as usualmente presentes em outras ofertas públicas, guardadas as devidas diferenças de complexidade, e assim um documento bastante relevante.

21. Porém, é fato que o parecer jurídico não está datado nem assinado, não podendo ser identificado nem mesmo quem o preparou, revelando aí um descuido da RJI no manejo dos

³ Doc. nº 1196432, “Anexo III”.

⁴ Doc. nº 1196432, “Anexo IV” e “Anexo V”.

⁵ §18 da Defesa (Doc. 1371022).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

documentos com que analisou informações da Oferta. O apoio no trabalho de terceiros tem como uma das premissas a diligência em escolher profissionais capacitados e um parecer apócrifo realmente não deve ser considerado apto para tanto. Dessa forma, concordo com a Relatora, no sentido que a ausência de datas e assinaturas, especialmente no parecer jurídico, denotariam um grau reprovável de falta de diligência.

22. Dito isso, embora concorde com a avaliação da Relatora sobre esse descuido, mantenho o entendimento da decisão unânime do Colegiado de 29.08.2023, referido no §6 acima, pelo que voto pela absolvição da acusação por infração ao art. 11, I, da ICVM 476.

III. ART. 11, II

23. A Relatora entende como caracterizado o descumprimento do art. 11, II, pois a própria RJI teria assumido perante a SRE que não realizou diligências para identificar e divulgar eventuais conflitos de interesses no âmbito da oferta, uma vez que os investidores dos CRI seriam relacionados à Via Brasil, devedora da operação.

24. A Relatora aponta que dos três investidores profissionais que participaram da Oferta, somente dois eram pessoas físicas relacionadas à Via Brasil, sendo o terceiro, que adquiriu cerca de 68% dos certificados ofertados, um FII cuja gestora integra o grupo econômico da ofertante Infrasec. Dessa forma, entende a Relatora, a ausência de um interesse único, comum e indissociável de todos os investidores poderia ensejar situações de conflito de interesses e a RJI deveria ter buscado, ao menos, averiguar a existência de eventuais conflitos para que pudesse divulgá-la aos investidores envolvidos, o que ela teria assumido que não fez.

25. Discordo desse entendimento. O dispositivo determina que o intermediário líder **divulgue** aos investidores eventuais conflitos de interesses presentes na oferta. Em primeiro lugar, tais conflitos devem ter relação com a posição do intermediário na operação, e não com a dos investidores. Não há qualquer elemento nos autos indicando que a RJI possuía alguma relação com a emissora Infrasec, a devedora final Via Brasil ou suas partes relacionadas, nem com os investidores adquirentes dos títulos. Não havia, assim, conflito a ser divulgado. O dispositivo não comporta a divulgação de possíveis conflitos de um investidor para com os demais, pois os investidores são independentes entre si. Seus interesses e sua atuação como investidores não podem afetar os resultados dos demais, e é isso o que configura a ideia de potenciais conflitos que devem ser divulgados e conhecidos pelos investidores.

26. Em segundo lugar, também não há comando, no dispositivo, para que o intermediário diligencie para a identificação de eventuais conflitos. O comando é o de divulgar os conflitos. Se conflito não há, não há o que divulgar. O dispositivo que impõe ao intermediário o dever de adotar diligências é o inciso I, não o II, do art. 11.

27. Por isso, entendo que a RJI deve ser absolvida da acusação de infração ao art. 11, II.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

IV. COMUNICAÇÃO DE INÍCIO E FIM DA OFERTA; LISTA DE INVESTIDORES

28. Em relação às duas últimas infrações, em virtude da não comunicação do início e do encerramento da Oferta e da ausência de lista de potenciais investidores, acompanho as conclusões da Relatora de que as circunstâncias da operação – somente três investidores profissionais, ausência de dano ou prejuízo a qualquer investidor, entre outras –, não eximiam a RJI do cumprimento de tais obrigações regulatórias.

29. A comunicação do início e do encerramento da oferta, porém, não têm a relevância típica num caso com três investidores, em que nem sequer foram buscados outros. Não é que não tenha nenhuma, pois a operação terminou desconhecida da fiscalização, mas a baixa violação ao bem jurídico tutelado não pode ser ignorada.

30. No caso da elaboração de lista, diferentemente de como me manifestei no precedente da Edlyn citado no §6 acima, no caso aqui julgado a resposta a ofício apresentada pela RJI alegou que haveria apenas investidores profissionais pessoas físicas, sem citar a existência de um FII. Foi a BSM quem constatou o erro e informou a CVM. Nesse sentido, não é possível considerar que a resposta apresentada atende ao dispositivo.

31. Porém, em ambas as infrações não se afasta ainda a baixíssima afetação do bem jurídico tutelado, especialmente pela ínfima quantidade de investidores. Assim, como mencionado anteriormente, não vejo como aplicar a mesma dosimetria de precedentes em que o mesmo dispositivo foi violado por fatos muito mais graves, diante da quantidade de investidores e volumes financeiros envolvidos.

32. Assim, voto pela condenação da RJI, no caso da comunicação de início e fim da oferta, voto pela aplicação de multa com valor da pena-base de R\$ 30 mil. Em relação à falta de lista, voto pela aplicação de multa no valor de R\$ 50 mil. Acompanho a Relatora sobre as atenuantes e agravantes, pelo que às infrações deste tópico aplica-se a redução de 30% (bons antecedentes e baixo impacto ao mercado), com valores finais, respectivamente, de R\$ 21 mil e R\$ 35 mil.

V. CONCLUSÃO

33. Quanto à infração ao art. 11, I, voto pela **absolvição** da RJI.

34. Quanto à infração ao art. 11, II, voto pela pena de **absolviçã** à RJI.

35. Quanto às infrações ao arts. 7º-A, *caput*, e 8º, voto pela pena de **R\$ 21.000,00** à RJI.

36. Quanto à infração ao art. 7º-A, §2º, voto pela pena de **R\$ 35.000,00** à RJI.

37. Acompanho a Relatora quanto à **extinção do processo** em relação a **Mauro Mello**.

Rio de Janeiro, 20 de junho de 2024.

João Accioly

Diretor