



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 19957.003673/2020-01

Reg. Col. nº 2392/21

Acusados: Sugoi S.A.
Ronaldo Yoshio Akagui
H. Commcor Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
Luiz Henrique Mansur de Paula
Vórtx Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.

Assunto: Apurar supostas irregularidades na emissão de debêntures da Sugoi, nos termos da Instrução CVM nº 476/2009.

Relator: Presidente João Pedro Nascimento

VOTO

I. OBJETO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SRE em face de Sugoi, Ronaldo Akagui, H. Commcor, Luiz Henrique e Vórtx², para apurar supostas irregularidades no âmbito da 1ª emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, em série única, com garantia real, da Sugoi Incorporadora e Construtora S.A., atual Sugoi, de 04/04/2017 (“Oferta”).

2. As debêntures da Sugoi foram distribuídas sob o regime de esforços restritos, nos termos da então vigente ICVM 476/2009³, automaticamente dispensada de registro perante a CVM, tendo a H. Commcor e a Vórtx atuado na qualidade de intermediária líder e agente fiduciário, respectivamente.

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

² Este PAS foi arquivado em definitivo em relação à Vórtx em 13/05/2022 (Doc. nº 1500101), em razão do cumprimento de obrigação pecuniária assumida em termo de compromisso aprovado pelo Colegiado da CVM em 23/11/2021 (Doc. nº 1415666).

³ A ICVM 476/2009 foi revogada pela Resolução CVM nº 160/2022, que entrou em vigor em 02/01/2023.



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
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. Após a conclusão da investigação, a SRE lavrou termo de acusação em que concluiu pela existência de irregularidades na Oferta da Sugoi, com relação aos seguintes pontos:

- (i) **Falha informacional em relação à espécie das debêntures (inciso III do artigo 62 da Lei 6.404/76):** De acordo com a SRE, os Acusados teriam induzido os investidores a erro “*ao informar que a emissão da Sugoi contava com garantias reais, quando na verdade não gozava de quaisquer garantias, por não terem sido tais garantias constituídas até a emissão das debêntures como determina o art. 62, inciso III da Lei 6.404/76*”⁴;
- (ii) **Insuficiência das informações do Imóvel I:** A Área Técnica afirma que informações relevantes acerca do Imóvel I, oferecido em garantia no momento da Oferta, não teriam sido devidamente evidenciadas na Escritura de Emissão. Para a SRE, a referência expressa à titularidade e à existência de gravames sobre o referido imóvel seria necessária para uma análise adequada pelos potenciais investidores. A Acusação também aponta que “*o Imóvel I foi avaliado no valor de R\$3.500.000,00 e menos de 6 meses depois foi reavaliado no valor de R\$34.400.000,00*”. Assim, seria “*bastante improvável que, em condições normais, um imóvel tenha seu valor quase multiplicado por 10 em tão pouco tempo*”; e
- (iii) **Diferenças nos valores do Imóvel II:** O Imóvel II havia sido avaliado em R\$23.000.000,00, com valor de liquidez de R\$16.100.000,00, com base em laudo de avaliação realizado por Engebanc Engenharia e Serviços, de julho de 2017⁵. Contudo, conforme consta da “*Escritura Pública de Compra e Venda lavrada em 23.06.2017, a Sugoi Residencial SPE I Ltda. adquiriu o imóvel [...] pelo preço de R\$ 1.000.000,00*”. De acordo com a Acusação, existiria, portanto, uma inconsistência nas informações prestadas aos investidores em relação ao valor do Imóvel II.

4. Ante o exposto, a Área Técnica propôs a responsabilização de:

⁴ Doc. nº 113074, §29.

⁵ Cf. anexo ao Instrumento Particular de Alienação Fiduciária de Imóvel em Garantia e Outras avenças (Doc. nº 0645063).



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

- (i) **Sugoi**, na qualidade de emissora da Oferta, por ter falhado com o seu dever de oferecer informação verídica, consistente e correta para os investidores, em descumprimento ao art. 10 da ICVM 476/2009⁶;
- (ii) **Ronaldo Akagui**, na qualidade de diretor presidente da Sugoi, por ter falhado com o seu dever de oferecer informação verídica, consistente e correta para os investidores, em descumprimento ao art. 10 da ICVM 476/2009, na forma do art. 10-A da mesma Instrução⁷;
- (iii) **H. Commcor**, na qualidade de intermediária líder da Oferta, por não ter tomado todas as cautelas e não ter agido com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante fossem verdadeiras, consistentes e corretas, em descumprimento ao inciso I do art. 11 da ICVM 476/2009⁸;
- (iv) **Luiz Henrique**, na qualidade de diretor responsável pela H. Commcor, por não ter tomado todas as cautelas e não ter agido com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante fossem verdadeiras, consistentes e corretas, em descumprimento ao inciso I do art. 11 da ICVM 476/2009, na forma do art. 11-A da mesma Instrução⁹; e
- (v) **Vórtx**, na qualidade de agente fiduciário, por (a) ter deixado de verificar a veracidade das informações relativas às garantias e a consistência das demais informações contidas na Escritura de Emissão, em

⁶ ICVM 476/2009. “Art. 10. O ofertante deverá oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores. § 1º Os administradores do ofertante também são responsáveis pelo cumprimento da obrigação prevista no caput. § 2º Informações fornecidas aos investidores procurados, por emissor com o registro na CVM, devem ser divulgadas de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado, nos termos da regulamentação específica.”

⁷ ICVM 476/2009. “Art. 10-A. Os administradores do ofertante, dentro de suas competências legais e estatutárias, são responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas ao ofertante por esta Instrução.”

⁸ ICVM 476/2009. “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; (...)”

⁹ ICVM 476/2009. “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.”



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

descumprimento ao inciso V, do art. 11, da ICVM 583/2016 (vigente à época dos fatos)¹⁰; e (b) não atender adequadamente à necessidade de verificar a regularidade da constituição das garantias e o valor dos bens dados em garantia, em descumprimento ao inciso X da mesma Instrução¹¹.

5. Os Acusados apresentaram tempestivamente suas razões de defesa¹². Em virtude da confirmação do cumprimento da obrigação assumida pela celebração de termo de compromisso, o presente PAS foi parcialmente arquivado em relação à Vórtx, na qualidade de agente fiduciário da Oferta, em 13/05/2022¹³.

II. PRELIMINAR

6. Preliminarmente¹⁴, Sugoi, Ronaldo Akagui, H. Commcor e Luiz Henrique alegaram suposta ausência de justa causa para a instauração de procedimento de natureza sancionadora, nos termos da Deliberação CVM nº 542/2008¹⁵, argumentando, em síntese: (i) a inexistência de prejuízos e reclamações; (ii) o saneamento de supostos ilícitos; (iii) a insignificância da conduta apurada; e, por fim, (iv) a ausência de dolo.

7. Entendo que a preliminar deve ser **rejeitada**.

8. De um lado, deve-se reconhecer que, nos termos do §4º, do artigo 9º, da Lei nº 6.385/1976, a CVM deve priorizar “as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado”¹⁶. Nos casos de baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e de pouca relevância da conduta, a Área Técnica da CVM pode deixar de lavrar termo de acusação,

¹⁰ A ICVM 583/2016 foi revogada pela Resolução CVM nº 17/2021.

¹¹ ICVM 583/2016. “Art. 11. São deveres do agente fiduciário, sem prejuízo de outros deveres que sejam previstos em lei específica ou na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente: (...) V – verificar, no momento de aceitar a função, a veracidade das informações relativas às garantias e a consistência das demais informações contidas na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente, diligenciando no sentido de que sejam sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tenha conhecimento; (...) X – verificar a regularidade da constituição das garantias reais, flutuantes e fidejussórias, bem como o valor dos bens dados em garantia, observando a manutenção de sua suficiência e exequibilidade nos termos das disposições estabelecidas na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente;”

¹² Docs. nº 1189909, 1189912 e 1189917.

¹³ Doc. nº 1500226.

¹⁴ Docs. nº 1189917 (§99 e ss.) e 1189912 (§2.38 e ss.)

¹⁵ Atual Resolução CVM nº 45/2021.

¹⁶ Neste sentido, veja-se: PAS CVM nº 19957.007122/2023-51, j. em 30/04/2024, de minha relatoria.



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

podendo optar pela utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivos (expedição de ofício de alerta, por exemplo).

9. De outro lado, nos termos do *caput* do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, incumbe à CVM efetivar o cumprimento de normas legais que lhe caibam fiscalizar, bem como das resoluções por ela editadas, podendo, inclusive, impor penalidades aos infratores.

10. No presente caso, a Área Técnica devidamente registrou no termo de acusação elementos suficientes de autoria e materialidade para embasar, em tese, as infrações apontadas. A legalidade da peça acusatória e a presença de tais elementos também foram ratificadas pelo Parecer da PFE¹⁷.

11. Em linha com precedentes¹⁸, a suposta ausência de prejuízos causados a terceiros e demais participantes do mercado e de reclamações, por si só, não tem condão de esvaziar a justa causa necessária à instauração de um processo administrativo sancionador. Não obstante, tais circunstâncias podem ser considerados para fins de dosimetria da pena¹⁹.

III. BREVES CONSIDERAÇÕES

12. Antes de adentrar no mérito, faço a contextualização deste caso.

III.1 Principais Documentos e Características da Oferta

13. Os principais documentos da Oferta (“Documentos da Oferta”) eram:

¹⁷ Doc. nº 1111065.

¹⁸ PAS CVM nº 19957.002528/2020-02, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 21/12/2021.

¹⁹ Nos termos do art. 66 da Resolução CVM nº 45/2021, são circunstâncias atenuantes “*I – a confissão do ilícito ou a prestação de informações relativas à sua materialidade; II – os bons antecedentes do infrator; III – a regularização da infração; IV – a boa-fé dos acusados; e V – a adoção efetiva de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades, bem como a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica, avaliada por entidade pública ou privada de reconhecida especialização. § 1º A pena pode ser ainda atenuada em razão de circunstância relevante, anterior ou posterior à infração, embora não expressamente prevista nos incisos do caput.*”. E, ainda, menciona-se o art. 4, “*§ 1º Na avaliação da relevância da conduta ou da expressividade da ameaça ou lesão ao bem jurídico, podem ser utilizados os seguintes parâmetros, dentre outros: I – o grau de reprovabilidade ou da repercussão da conduta; II – a expressividade de valores relacionados à conduta; III – a expressividade de prejuízos causados a investidores e demais participantes do mercado; IV – o impacto da conduta na credibilidade do mercado de capitais; V – os antecedentes das pessoas envolvidas; VI – a boa-fé das pessoas envolvidas; VII – a regularização da suposta infração pelo administrado; e VIII – o ressarcimento dos investidores lesados.*”



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

- (i) Escritura Particular da Primeira Emissão de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações, em série única, com Garantia Real, para Distribuição Pública com Esforços Restritos de Distribuição, celebrada entre a Sugoi e a Vórtx, datada de 04/04/2017 (“Escritura de Emissão”)²⁰;
- (ii) Instrumento Particular de Alienação Fiduciária de Quotas em Garantia e Outras Avenças, celebrado entre a Sugoi, Vórtx e DAHAB, datado de 04/04/2017 (“Alienação Fiduciária de Quotas”)²¹;
- (iii) Instrumento Particular de Promessa de Alienação Fiduciária de Imóvel em Garantia e Outras Avenças, celebrado entre a Sugoi, Vórtx e DAHAB²², datado de 04/04/2017 (“Alienação Fiduciária sobre Imóvel”)²³; e
- (iv) Contrato de Distribuição Pública com Esforços Restritos, sob o Regime de Melhores Esforços de Colocação da 1ª Emissão de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações, com Garantia Real, em Série Única, celebrado entre a Sugoi e a H. Commcor, datado de 04/04/2017 (“Contrato de Distribuição”)²⁴.

14. A Oferta de debêntures da Sugoi teve início em 26/04/2017 e encerrou-se em 03/08/2017²⁵, possuindo as seguintes características:

- (i) A Oferta foi destinada apenas a investidores profissionais e seguiu o rito da então vigente ICVM 476/2009²⁶, que, por ser automaticamente dispensada de registro, não foi objeto de análise prévia pela CVM;

²⁰ Doc. nº 0561877.

²¹ Doc. nº 1189917.

²² A DAHAB figurava como fiduciante na medida em que havia celebrado Instrumento Particular de Compromisso de Venda e Compra de Bem Imóvel com Condições Suspensivas e Outras Avenças junto ao então proprietário do Imóvel I, o Sr. Willian Gadelha da Costa.

²³ Doc. nº 0561903.

²⁴ Doc. nº 0584425.

²⁵ Doc. nº 0561329.

²⁶ Cláusula 2.4.2. da Escritura de Emissão.



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

- (ii) O valor total da emissão foi de R\$20.000.000,00²⁷. Apenas 2 (dois) fundos de investimento compostos por cotistas do Regime Próprio de Previdência Social (“RPPS”) adquiriram as debêntures²⁸, tendo subscrito R\$17.397.082,15 (dezessete milhões, trezentos e noventa e sete mil e oitenta e dois reais e quinze centavos) do total ofertado²⁹;
- (iii) Os recursos captados foram destinados a (a) financiar despesas já incorridas pela emissora para o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários e (b) complementar e/ou reforçar o caixa da emissora, a ser utilizado no curso regular de seus negócios³⁰;
- (iv) As debêntures tinham prazo de vigência de 60 (sessenta) meses contados da data da emissão³¹, ressalvadas as hipóteses de amortização antecipada³², resgate antecipado³³ ou vencimento antecipado³⁴;
- (v) As garantias reais inicialmente previstas na Escritura de Emissão eram: (a) a alienação fiduciária de 995 (novecentas e noventa e cinco) quotas de emissão da DAHAB de titularidade da Sugoi, representativas de 95% (noventa e cinco por cento) de seu capital social (“Quotas”); e (b) a alienação fiduciária sobre imóvel localizado no Ramal da Lagoa, Km 01, no município de Rio Branco, Estado do Acre, registrado perante o 2º Ofício de Registro de Imóveis de Rio Branco – AC sob a matrícula de nº 2.283 (“Imóvel I”) ³⁵; e
- (vi) O Imóvel I foi avaliado em R\$34.300.000,00³⁶.

15. No que tange ao registro das garantias, a Cláusula 2.5.1. da Escritura de Emissão estabelecia que: (i) a Alienação Fiduciária sobre Imóvel seria futuramente constituída e

²⁷ Cláusula 3.2. da Escritura de Emissão.

²⁸ TMJ IMA-B Fundo de Investimento em Renda Fixa e MZL IMA-B Fundo de Investimentos Renda Fixa.

²⁹ Cf. Boletim de Subscrição de Debêntures (Doc. nº 1189912).

³⁰ Cláusula 3.4.1. da Escritura de Emissão.

³¹ Cláusula 4.7.1. da Escritura de Emissão.

³² Cláusula 4.10. da Escritura de Emissão.

³³ Cláusula 4.11. da Escritura de Emissão.

³⁴ Cláusula 4.14. da Escritura de Emissão.

³⁵ Cláusula 4.13.1. da Escritura de Emissão.

³⁶ Cf. laudo de avaliação elaborado pela J&L Gastim de 23/03/2017 (Doc. nº 1189912).



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

registrada nas matrículas do Imóvel I, no prazo de 120 (cento e vinte) dias contados da data de emissão; e (ii) o contrato de Alienação Fiduciária de Quotas seria registrado previamente à liquidação financeira da emissão das debêntures.

16. Em 03/08/2017, antes do término do prazo de 120 dias, a Emissora propôs em Assembleia Geral de Debenturistas a substituição do Imóvel I, enquanto objeto da alienação fiduciária, pelo Imóvel II, que estava avaliado em R\$23.000.000,00.³⁷ A proposta de substituição foi aprovada pela unanimidade dos debenturistas.

17. Em 23/10/2017, foi realizada uma segunda Assembleia Geral de Debenturistas, que aprovou por unanimidade a constituição da alienação fiduciária de um terceiro imóvel (“Imóvel III”), com o propósito de atender ao valor mínimo de garantia previsto na Cláusula 4.13.3 da Escritura de Emissão.

18. Por fim, em 14/12/2020, a Sugoí resgatou antecipadamente a totalidade das debêntures³⁸.

III.II O regime informacional (full and fair disclosure)

19. A regulação do Mercado de Capitais tem no regime informacional um de seus principais pilares, que busca garantir a sua higidez e a prevenção de eventuais falhas capazes de prejudicar o seu funcionamento eficiente^{39,40,41}.

³⁷ Doc. nº 1032169.

³⁸ Cf. extrato da CETIP (Doc. nº 1189912).

³⁹ PAS CVM 19957.009010/2021-72, j. em 15/08/2023; e PAS CVM nº 19957.010926/2022-56, j. em 28/02/2023.

⁴⁰ Sobre a importância do regime informacional, veja-se, exemplificativamente: (i) PITA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo, Quartier Latin, 2013, p. 49; e (ii) BRILL, Daniel H. “Security Regulation: Economic Purposes.” *Proceedings of the American Society of International Law at Its Annual Meeting (1921-1969)*, vol. 62, 1968, p. 124–30.

⁴¹ Segundo a teoria econômica, as principais características estruturais do mercado de capitais que justificam a sua regulação são (i) a assimetria informacional existente entre os participantes; (ii) a necessidade de preservação de sua higidez, por meio de regras de controle do acesso e da permanência; e (iii) conflitos de agência decorrentes da separação entre controle e propriedade do capital. (DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. Dissertação - Mestrado em Direito Comercial – Faculdade de Direito de São Paulo, São Paulo, 2005, p. 93).



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

20. Em linha com o modelo regulatório consagrado nos Estados Unidos desde o *Securities Act of 1933*⁴², a legislação brasileira adotou o princípio da ampla e adequada divulgação (*full and fair disclosure*) como parâmetro de funcionamento do regime informacional.

21. O referido princípio estabelece o dever dos emissores de divulgarem, de forma abrangente e equitativa, informações sobre os valores mobiliários de sua emissão. No contexto das ofertas públicas de valores mobiliários, guardadas as devidas proporções, os deveres associados à prestação de informações são extensíveis também a outros agentes econômicos envolvidos na oferta, a fim de assegurar que a decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários seja baseada em informações completas e adequadas.

22. A adoção de um sistema hígido e obrigatório de divulgação de informações desempenha diversas funções, ao: (i) subsidiar as decisões de investidores e garantir a adequada precificação dos valores mobiliários⁴³; (ii) tutelar a confiança e credibilidade do mercado; (iii) administrar a seleção adversa de emissores⁴⁴; e (iv) viabilizar um sistema eficaz de prestação de contas e responsabilização de administradores, emissores, ofertantes, intermediários e controladores⁴⁵.

23. As debêntures são valores mobiliários que asseguram aos seus titulares direito de crédito em face da companhia emissora, nos termos e condições expressos na escritura de emissão. As debêntures funcionam como instrumentos destinados à captação de recursos junto aos investidores, podendo ser emitidas de forma pública ou privada, servindo para estabelecer relações de crédito no âmbito do Mercado de Capitais.

⁴² O *Securities Act of 1933* acabou sendo apelidado nos Estados Unidos de “*the Truth in Securities Act*”. Neste sentido veja-se, por exemplo, (i) COHEN, Milton H., “*The Truth in Securities Revisited*” in *Harvard Law Review*, v. 79, n. 7, 1966, pp. 1340-1408; e (ii) HAZEN, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota: West Academic Press, 2020, p. 19.

⁴³ Veja-se, a este respeito, o PAS CVM Nº 19957.006032/2021-81, j. em 11/07/2023, de minha relatoria, em que consignamos: “*A partir da disponibilização eficiente de informações, permite-se que os investidores tomem decisões mais assertivas, informadas e conscientes e, deste modo, promovesse um ambiente de potencial eficiência no Mercado de Capitais, na medida em que proporciona elementos informacionais para adequada formação de preços e determinação das cotações dos títulos*”.

⁴⁴ Nesse sentido, ver o estudo precursor do ganhador do Prêmio Nobel George Akerlof que demonstrou o efeito prejudicial da seleção adversa, retirando os ativos de melhor qualidade do mercado. Akerlof, George A. *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. In: *Explorations in Pragmatic Economics*. New York: Oxford University Press, 2005. p. 28-38.

⁴⁵ PITA, André Grünspun. *Op. cit.*, p. 109.



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

24. As debêntures são provavelmente o mais tradicional valor mobiliário destinado a servir como instrumento de captação de dívida, por meio do Mercado de Capitais. Neste contexto, os emissores (*devedores*) devem prover elementos suficientes para que os investidores (*credores*) possam decidir realizar ou não a operação pretendida, bem como acompanhar a alocação de riscos da relação de endividamento, que passa a se estabelecer entre o emissor e os investidores.

25. Sendo assim, as companhias emissoras de debêntures devem fornecer informações relevantes, amplas e adequadas à tomada de decisão dos potenciais investidores, de modo a garantir a transparência, segurança e credibilidade das operações.

26. Usualmente, exige-se um conjunto abrangente destas informações, que contemplam elementos relacionados (i) ao valor máximo da emissão; (ii) às séries em que se divide a emissão; (iii) ao número e ao valor nominal das debêntures de cada série; (iv) à destinação dos recursos captados por meio das debêntures; (v) às razões da emissão e suas consequências; (vi) à remuneração das debêntures; (vii) à espécie das debêntures a serem emitidas e, conforme o caso, às garantias atreladas às debêntures; (viii) ao prazo, aos termos e às condições de vencimento, amortização e resgate, inclusive as hipóteses de vencimento antecipado, se houver; e (ix) à subscrição, com detalhes específicos quando se tratar de distribuição pública ou particular.

27. O sistema de divulgação de informações não é um fim em si mesmo, mas serve ao propósito de garantir a correta formação de preços e permitir que os participantes do mercado possam decidir de modo informado, por seu próprio juízo de mérito, sobre a aquisição, a manutenção ou a alienação dos valores mobiliários⁴⁶.

III.III Escritura de Emissão e sua Importância no Contexto da Oferta

28. A escritura de emissão formaliza a declaração unilateral de vontade da companhia de emitir debêntures e regula os direitos que serão conferidos aos debenturistas, suas garantias e demais cláusulas e condições⁴⁷. Trata-se de documento que dá vida às debêntures,

⁴⁶ A esse respeito, veja-se PAS CVM nº 19957.012126/2022- 70, de minha relatoria, j. em 06/06/2023.

⁴⁷ PINHEIRO GUIMARÃES, Francisco José. “Capítulo IV – Debêntures”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 447.



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

inserindo-as no mundo jurídico, do qual decorrem os direitos dos debenturistas e as condições para o exercício de tais direitos⁴⁸.

29. A escritura de emissão foi uma inovação incorporada pela LSA, em substituição ao *manifesto* do anterior Decreto nº 177-A, com inspiração no *trust indenture ou deed of trust* dos Direitos Norte-Americano e Inglês⁴⁹. Conforme descrito no art. 61 da LSA, a companhia emissora fará constar da escritura de emissão os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas ou condições, além das informações obrigatórias listadas no art. 59 da LSA⁵⁰.

30. A legislação societária não define o grau de detalhamento e minuciosidade das informações sobre as debêntures, que precisam ser disponibilizadas na escritura de emissão. Em princípio, incumbe à administração da companhia emissora a elaboração da escritura de emissão, bem como a inclusão de informações adicionais e complementares que se fizerem necessárias⁵¹.

31. Faz-se necessário, portanto, que o julgador avalie, à luz das circunstâncias fáticas do caso concreto, se a disponibilização das informações foi adequada e suficiente, atendendo aos objetivos do princípio do *full and fair disclosure*.

32. No caso concreto, a controvérsia está centrada na veracidade e suficiência das informações relativas às garantias reais da Oferta, que teriam supostamente induzido os adquirentes das debêntures da Sugoí em erro.

⁴⁸ TAVARES BORBA, José Edwaldo. *Das debêntures*. Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 2005, p. 99.

⁴⁹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. 2. São Paulo: Saraiva, 1980, pp. 54 e 55.

⁵⁰ “Art. 59, LSA. A deliberação sobre emissão de debêntures é da competência privativa da assembléia-geral, que deverá fixar, observado o que a respeito dispuser o estatuto: I - o valor da emissão ou os critérios de determinação do seu limite, e a sua divisão em séries, se for o caso; II - o número e o valor nominal das debêntures; III - as garantias reais ou a garantia flutuante, se houver; IV - as condições da correção monetária, se houver; V - a conversibilidade ou não em ações e as condições a serem observadas na conversão; VI - a época e as condições de vencimento, amortização ou resgate; VII - a época e as condições do pagamento dos juros, da participação nos lucros e do prêmio de reembolso, se houver; VIII - o modo de subscrição ou colocação, e o tipo das debêntures. VIII - o modo de subscrição ou colocação e o tipo das debêntures; e (Redação dada pela Lei nº 14.711, de 2023) IX - o desmembramento, do seu valor nominal, dos juros e dos demais direitos conferidos aos titulares. (Incluído pela Lei nº 14.711, de 2023)”.

⁵¹ AMARAL, José Romeu G. do. *Regime Jurídico das Debêntures*. 2ª ed. São Paulo: Almedina, 2016, p. 89.



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

33. Esclareça-se que, de forma geral e para além da análise deste caso em específico, a experiência profissional ensina que as garantias reais podem ser constituídas na própria escritura de emissão ou, conforme o caso, podem ser estabelecidas por meio de documentos próprios em apartado, desde que sempre observando as formalidades legais de constituição e registro da respectiva garantia.

34. Do ponto de vista informacional, o acesso a informações precisas e confiáveis sobre a natureza e a situação das garantias da oferta é fator determinante para orientar a tomada de decisão do investidor, na medida em que impacta a percepção de risco do investimento e o direito de cobrança do crédito.

IV. MÉRITO

35. Feitos esses esclarecimentos iniciais, passo à análise das supostas irregularidades identificadas pela Acusação no presente PAS.

36. Neste caso, a Acusação centrou-se no exame de supostas falhas informacionais no âmbito da Oferta, apurando-se eventuais responsabilidades pela prestação de informações incorretas, insuficientes ou inconsistentes aos investidores⁵². Em princípio, não há elementos no caso concreto que apontem para a utilização de ardil ou artifício para obtenção de vantagem ilícita de natureza patrimonial, a indicar uma possível fraude na emissão de debêntures da Sugoi. A toda evidência, o pagamento das debêntures foi regularmente realizado nos termos e condições da Escritura de Emissão, tendo o Relatório⁵³ Anual da Vórtx considerado a emissora como adimplente em relação à oferta da Sugoi.

37. Sendo assim, no contexto deste PAS, cumpre ao julgador avaliar se as informações oferecidas pela Sugoi aos investidores no âmbito da Oferta foram verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, observando o disposto no art. 10 da ICVM nº 476/2009. Caso contrário, deve-se apurar a eventual responsabilidade do ofertante e da intermediária líder da Oferta, bem como de seus respectivos diretores responsáveis.

⁵² “Os julgamentos do Colegiado da CVM devem se restringir à verificação de eventuais infrações administrativas expressamente imputadas pela tese acusatória, sem extrapolar o perímetro dos autos. Dessa forma, este voto tomou como base as condutas narradas pelo Termo de Acusação e os elementos fáticos presentes nos autos deste PAS (...).” (PAS CVM nº 19957.006657/2020-61, j. em 27/02/2024, de minha relatoria)

⁵³ Doc. nº 1068925.



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.I DAS SUPOSTAS FALHAS INFORMACIONAIS EM RELAÇÃO ÀS GARANTIAS DA OFERTA

38. Conforme relatado, a SRE concluiu pela existência de irregularidades na emissão de debêntures da Sugoi, apontando as seguintes falhas informacionais em relação às garantias da Oferta: (i) equívoco em relação à espécie das debêntures (inciso III do artigo 62 da Lei 6.404/76); (ii) insuficiência das informações do Imóvel I; e (iii) diferenças nos valores dos Imóveis I e II.

(I) EQUÍVOCO EM RELAÇÃO À ESPÉCIE DAS DEBÊNTURES (INCISO III DO ARTIGO 62 DA LEI 6.404/76)

39. Os Acusados teriam induzido os investidores a erro “*ao informar que a emissão da Sugoi contava com garantias reais, quando na verdade não gozava de quaisquer garantias, por não terem sido tais garantias constituídas até a emissão das debêntures como determina o art. 62, inciso III da Lei 6.404/76*”⁵⁴.

40. De acordo com a SRE, a informação de que a emissão da Sugoi contava com garantias reais era inverídica, tendo em vista que nem todas as garantias previstas na Escritura de Emissão haviam sido constituídas até a emissão das debêntures, como determina o art. 62, III, da LSA.

41. Na visão da Acusação, a Oferta deveria ter sido classificada como “*uma emissão de debêntures sem garantias com previsão de convolação futura em uma emissão com garantias reais*”, tendo a Emissora e a Intermediária Líder falhado em identificar, corrigir e comunicar este equívoco.

42. A Acusação também rejeita a tese de que a segunda parte das garantias reais, as Quotas da DAHAB, já tinham sido constituídas e que isto classificaria a Oferta como emissão com garantias reais, “*uma vez que tais quotas possuíam o valor simbólico de R\$ 950,00, irrelevante frente aos R\$20.000.000,00 que se pretendia captar*”.

⁵⁴ Doc. nº 113074, §29.



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

43. Respeitosamente, entendo que não houve falha informacional que induziu os investidores a erro quanto à espécie das debêntures ofertada.

44. O direito real de garantia representa a constituição de uma prerrogativa especial em favor dos debenturistas, que os autoriza a cobrar o seu crédito pela execução do bem gravado, em preferência aos demais credores da companhia emissora.

45. Os bens gravados com garantia real podem ser de propriedade da companhia emissora ou do terceiro garantidor no momento da assinatura da escritura de emissão, da mesma forma como podem compreender bens a serem adquiridos futuramente com os recursos da própria emissão das debêntures.⁵⁵

46. Conforme consta da Escritura de Emissão, a Alienação Fiduciária do Imóvel I seria constituída no prazo máximo de 120 (cento e vinte) dias contados a partir da data de emissão, ao passo que a Alienação Fiduciária das Quotas foi registrada em 25/05/2017, antes da liquidação financeira das debêntures⁵⁶.

47. Apesar das ponderações formais sobre a espécie da garantia quando da pendência de constituição da Alienação Fiduciária sobre o Imóvel I, examinando-se os documentos, observa-se que tal informação não foi omitida e/ou manipulada, de modo que não se pode dizer que os debenturistas foram levados a erro quanto à natureza das debêntures.

48. Da leitura da Escritura de Emissão, extrai-se facilmente a informação de que a garantia real ainda seria constituída com o futuro registro do Contrato de Alienação Fiduciária do Imóvel I, conforme vê-se transcrito abaixo:

(i) Cláusula 2.5.1 – Registro das Garantias: “A Alienação Fiduciária de Terreno (conforme definida abaixo) a ser futuramente constituída será registrada nas matrículas do imóvel na Cidade de Rio Branco, Estado do Acre no prazo máximo de até 120 (cento e vinte) dias contados da Data de Emissão e o Contrato de Alienação Fiduciária de Quotas (conforme definido abaixo)

⁵⁵ PINHEIRO GUIMARÃES, Francisco José. “Capítulo IV – Debêntures”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 4z7.

⁵⁶ Cf. Cláusula 1.3. do Contrato de Alienação Fiduciária de Quotas: “A constituição da Garantia Fiduciária, mediante a transferência da titularidade fiduciária das Quotas, opera-se com (i) o registro do presente Contrato de Alienação Fiduciária de Quotas no Cartório de Títulos e Documentos competente; e (ii) o registro das alterações contratuais dos documentos societários da Anuente na Junta Comercial competente, de forma a refletir a Garantia Fiduciária ora acordada”. (grifei)



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

será registrado previamente à liquidação financeira da presente Emissão nos Cartórios de Registro de Títulos e Documentos da Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo nos termos dos Contratos de Garantia”;

(ii) **Cláusula 4.5 - Espécie:** *“As Debêntures contam com garantia real, a ser perfeitamente constituída nos termos da cláusula 2.5. desta Escritura de Emissão”;*

(iii) **Cláusula 4.13.1 - Garantias:** *“as Debêntures contarão com garantia real de: (i) alienação fiduciária de uma área situada no Ramal da Lagoa, Km 01, no município de Rio Branco, Estado do Acre, registrada perante o 2º Ofício de Registro de Imóveis de Rio Branco - AC, sob a matrícula de nº 2.283, a ser constituída no prazo de 120 (cento e vinte) dias a conta da Data de Emissão (‘Alienação Fiduciária de Terreno’); e (ii) alienação fiduciária de 995 (novecentas e noventa e cinco) quotas de emissão da DAHAB EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA)”;*

(iv) **Cláusula 4.13.2 - Garantias:** *“O Contrato de Alienação Fiduciária de Terreno (‘Contrato de Alienação Fiduciária de Terreno’) e o Contrato de Alienação Fiduciária de Quotas (‘Contrato de Alienação Fiduciária de Quotas’, em conjunto com o Contrato de Alienação Fiduciária de Terreno denominados ‘Contratos de Garantia’), deverão ser levados a registro, às expensas da Emissora, no competente cartório de registro de títulos e documentos e cartório de registro de imóveis das comarcas das sedes das Partes e no local que se situa o imóvel, respectivamente, nos prazos previstos nos referidos Contratos de Garantia e observados os procedimentos descritos nos termos do item 2.5 acima” ; e*

(v) **Cláusula 6.2 – Do Agente Fiduciário:** *“O Agente Fiduciário, nomeado na presente Escritura de Emissão, declara sob as penas da lei, que: (...) (k) Na presente data [de celebração da Escritura da Emissão] as garantias não se encontram constituídas, tendo sido estabelecido prazo de até 90 (noventa) dias contados desta data para apresentação pela Emissora, dos referidos registros das Garantias, e de até 120 (cento e vinte) dias contados desta data para averbação do registro da Alienação Fiduciária na matrícula do Imóvel.” (grifei)*

49. Os demais Documentos da Oferta⁵⁷ também deixam claro que a constituição da garantia real se daria em momento posterior, com o devido registro da Alienação Fiduciária

⁵⁷ Cita-se, por exemplo, a **Cláusula 3.1 (viii)** do Contrato de Distribuição que informa que *“as Debêntures contam com garantia real, a ser perfeitamente constituída no prazo de 120 (cento e vinte) dias a contar da Data de Emissão. As garantias serão (a) Alienação Fiduciária de Quotas em Garantia e Outras Avenças; e (b) Alienação Fiduciária de Imóvel em Garantia e Outras Avenças”* (grifei). Por sua vez, a Cláusula 3.3 do Contrato de Alienação Fiduciária dispõe que *“[a] Fiduciante e a Devedora obrigam-se, às suas expensas e em prazo não excedente a 120 (cento e vinte) dias corridos, contados da data de assinatura deste Contrato de Promessa de Alienação Fiduciária de Imóvel, a proceder à assinatura do Contrato Definitivo de Alienação Fiduciária de Imóvel e ao registro da Garantia Fiduciária junto ao competente Ofício de Registro de Imóveis.”* (grifei). Por fim, o Relatório de Rating elaborado sobre a Oferta indicava expressamente que *“[c]omo reforço de crédito, haverá a constituição de Alienação Fiduciária do Imóvel onde será desenvolvido o Empreendimento”*. (grifei).



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

sobre o Imóvel e da Alienação Fiduciária de Quotas, no prazo estipulado na Escritura de Emissão. Não é possível concluir, portanto, que foram oferecidas informações inverídicas, que pudessem gerar uma falsa percepção quanto à espécie das debêntures de emissão da Sugoi.

50. A conclusão poderia ser diferente se o emissor tivesse indicado que as garantias estavam constituídas (quando não estavam), caso em que estaríamos diante de informações objetivamente falsas e incorretas, que poderiam levar o investidor a erro.

51. Considerando o conjunto de informações à disposição dos adquirentes das debêntures da Sugoi, não é razoável afirmar que os debenturistas foram levados a erro quanto à espécie das debêntures. A informação referente à constituição e estruturação das garantias era plenamente acessível na Escritura de Emissão e dos demais Documentos da Oferta.

52. A referência à existência de “garantia real” na Oferta não pode ser tratada propriamente como uma informação inverídica ou incorreta, tampouco descontextualizada do conjunto de informações prestadas nos Documentos da Ofertas. A Alienação Fiduciária das Quotas já havia sido constituída em 25/05/2017, anteriormente ao encerramento da oferta pública e à liquidação financeira das debêntures. Do ponto de vista formal, a classificação de emissão com garantia real é coerente.

53. O eventual equívoco apontado pela Acusação não deu ensejo a qualquer prejuízo informacional aos debenturistas, sem impactos relevantes sobre a sua percepção de risco sobre o investimento. Não se pode perder de vista que a Oferta foi destinada exclusivamente para dois investidores profissionais, o que mitiga a tese de que estes teriam sido levados a erro quanto à espécie de debênture.

(II) INSUFICIÊNCIA DAS INFORMAÇÕES DO IMÓVEL I

54. Em relação ao Imóvel I, a Acusação aponta duas informações de grande relevância para a análise adequada dos potenciais investidores, que não teriam sido suficientemente prestadas no momento da Oferta: (i) o imóvel que seria dado em garantia não era de propriedade da emissora ou do fiduciante; e (ii) esse mesmo imóvel possuía gravames.



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

55. Para a SRE, a informação mais detalhada a respeito das hipotecas e da titularidade do imóvel só estava disponível na matrícula do Imóvel I e na Promessa de Alienação Fiduciária⁵⁸. Assim, em sua visão, não foram oferecidas aos investidores informações consistentes e suficientes acerca da titularidade e dos gravames sobre o Imóvel I.

56. Respeitosamente, entendo que não houve falha informacional acerca da titularidade e dos gravames do Imóvel I.

57. Em princípio, o que define a relevância ou não de determinada informação não é a sua natureza, mas seu potencial de influir, de modo ponderável, nas decisões dos investidores⁵⁹. Tal análise deve ser sempre realizada de forma circunstanciada, à luz dos objetivos do *full and fair disclosure* e do conjunto de informações disponibilizadas aos investidores.

58. A existência do gravame sobre o Imóvel I, objeto da Alienação Fiduciária sobre o Imóvel, é expressamente indicada na Escritura de Emissão, em sua Cláusula 3.4.3 transcrita abaixo:

Cláusula 3.4.3 – Destinação de Recursos: *“Fica desde já estabelecido que parte dos recursos integralizados somente poderão ser utilizados pela Emissora após o cumprimento de determinadas condições, sendo a liberação realizada da seguinte forma: (...) (ii) 25% (vinte e cinco por cento) dos recursos serão disponibilizados para a Companhia após a apresentação do protocolo do pedido de registro da baixa do gravame sobre o imóvel objeto da Alienação Fiduciária de Terreno; (iii) 25% (vinte e cinco por cento) dos recursos serão disponibilizados para a Companhia após o registro do Contrato Definitivo de Alienação Fiduciária do Imóvel no Cartório de Registros de Imóveis competente.”* (grifei)

59. A Escritura de Emissão também faz menção à necessidade de se observar “os requisitos e prazos para formalização e constituição das garantias previstas nos Contratos de Garantia”⁶⁰. Destaque-se que a não realização do registro e formalização das garantias nos

⁵⁸ Doc. nº 1113074, §34.

⁵⁹ Nesse sentido, PAS CVM nº RJ2016/7190, j. em 09/07/2019, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez.

⁶⁰ “Cláusula 4.13.5 - Garantias: “Uma vez celebradas e devidamente registradas as Garantias, **observados os requisitos e prazos para formalização e constituição das garantias previstas nos Contratos de Garantia** e nesta Escritura de Emissão, estarão formalizadas as Garantias, de forma irrevogável e irretroatável, em favor dos Debenturistas, representados pelo Agente Fiduciário, em garantia do fiel, pontual e integral pagamento das obrigações principais e acessórias da Emissora, nos termos desta Escritura de Emissão.” (grifei)



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

prazos previstos na Escritura de Emissão e nos respectivos Contratos de Garantia era, inclusive, uma das hipóteses de vencimento antecipado das debêntures.⁶¹

60. Como a própria Acusação reconhece⁶², o detalhamento das informações acerca da titularidade e dos gravames sobre o Imóvel I constava claramente da Promessa de Alienação Fiduciária⁶³:

- (i) **Considerandos da Promessa de Alienação Fiduciária** : “*a Fiduciante é promitente compradora do imóvel objeto da matrícula n.º 2.283, do 2º Ofício de Registro de Imóveis da Comarca de Rio Branco, Estado do Acre (‘Imóvel’), cuja certidão atualizada integra o Anexo I ao presente instrumento, conforme Instrumento Particular de Compromisso de Venda e Compra de Bem Imóvel com Condições Suspensivas e Outras Avenças, celebrado entre a Fiduciante e Willian Gadelha da Costa, em 01 de fevereiro de 2017 (‘Compromisso de Venda e Compra’)*”. Informa-se ainda que “*a Fiduciante, na qualidade de promitente compradora do Imóvel manifesta sua vontade de, tão logo seja possível, alienar o Imóvel fiduciariamente à Fiduciária*”; (grifei)
- (ii) **Cláusula 1.1.2 – Do Objeto da Alienação Fiduciária de Imóvel**: “*O Imóvel está atualmente registrado em nome de Willian Gadelha da Costa [qualificação] (‘Proprietário’)*.” (grifei);
- (iii) **Cláusula 1.1.3**: “*O Imóvel está atualmente gravado com 3 (três) hipotecas cedulares, todas em favor da Cooperativa de Crédito de Livre Admissão do Sudoeste da Amazônia Ltda. (...), conforme devidamente registrado na matrícula do Imóvel* (grifei); e
- (iv) **Cláusula 1.2 – Do Objeto da Alienação Fiduciária de Imóvel**: “*A constituição da Garantia Fiduciária, mediante a transferência da propriedade fiduciária do Imóvel,*

⁶¹ De acordo com a Cláusula 4.14.1 – Vencimento Antecipado, da Escritura de Emissão: “Os Debenturistas poderão declarar antecipadamente vencidas todas as obrigações das debêntures objeto da Escritura de emissão, independente de notificação, interpelação, citação ou qualquer outra formalidade judicial, ou extrajudicial e exigir o pagamento, em moeda corrente nacional, pela Emissora, do saldo devedor atualização das Debêntures, acrescido da Remuneração e demais encargos, bem como executar as Garantias constituídas (‘Vencimento Antecipado’), na ocorrência das seguintes hipóteses: (...) (o) não realizar registro e perfeita formalização dos Contratos de Garantia nos prazos previstos nesta Escritura de Emissão e nos respectivos Contratos de Garantia”
⁶² “A informação mais detalhada a respeito da hipoteca e da titularidade do imóvel só estava disponível na matrícula do imóvel e no Instrumento Particular de Promessa de Alienação Fiduciária de Imóvel em Garantia e Outras Avenças (fl. 5 do 0561903).” (Doc. nº 1113074, §36)

⁶³ Cláusula 1.2.1 – Do Objeto da Alienação Fiduciária de Imóvel: “Para possibilitar a assinatura do Contrato Definitivo de Alienação Fiduciária de Imóvel a Fiduciante se compromete a, em 60 (sessenta) dias contados desta data: (i) cancelar os Gravames; e (ii) adquirir o Imóvel.” (grifei); e (ii) Cláusula 3.3 – Da Garantia Fiduciária: “A Fiduciante e a Devedora obrigam-se, às suas expensas e em prazo não excedente a 120 (cento e vinte) dias corridos, contados da data de assinatura deste Contrato de Promessa de Alienação Fiduciária de Imóvel, a proceder à assinatura do Contrato Definitivo de Alienação Fiduciária de Imóvel e ao registro da Garantia Fiduciária junto ao competente Ofício de Registro de Imóveis.”



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

operar-se-á com o registro do futuro Instrumento Particular de Alienação Fiduciária de Imóvel em Garantia e Outras Avenças (‘Contrato Definitivo de Alienação Fiduciária de Imóvel’) na matrícula do Imóvel e subsistirá até a efetiva liquidação das Obrigações Garantidas.” (grifei).

61. De igual modo, o Contrato de Distribuição também continha referências à existência de gravames sobre o Imóvel I, cujo registro de baixa era condição para a liberação de recursos.⁶⁴

62. Para além dos Documentos da Oferta, o relatório analítico produzido pela Austin Ratings, de 07/04/2017 (“Relatório de Rating”)⁶⁵ também era expresso acerca da constituição e características das garantias reais:

*“Como reforço de crédito, haverá a constituição de Alienação Fiduciária do Imóvel onde será desenvolvido o Empreendimento, matriculado sob o número 2.283 do 2º Ofício de Registro de Imóveis da Comarca de Rio Branco-AC (Imóvel Garantia 1/Imóvel), avaliado pela empresa J&L Gastim Serviços Empresariais (J&L Gastim/Avaliadora) em R\$ 34,3 milhões, valor de mercado, e R\$ 27,4 milhões para liquidação forçada, representando LTV de 171,6% e 137,2%, respectivamente. **Cumpr** ressaltar que haverá um intervalo de 90 dias até a liberação dos gravames do Imóvel, período em que 50,0% do valor da Emissão será retido em conta apartada. Adicionalmente, **será constituída alienação fiduciária das quotas da Dahab Empreendimentos Imobiliários Ltda., SPE constituída para a constituição da incorporação do Projeto (Dahab Empreendimentos/SPE) (...)***

*Nas minutas do Instrumento Particular de Alienação Fiduciária de Imóvel em Garantia e outras Avenças (Alienação Fiduciária/Instrumento), **está registrado que o Imóvel Garantia 1 apresenta 3 hipotecas cedulares, em favor da Cooperativa de Crédito de Livre Admissão do Sudoeste da Amazônia Ltda (Gravames). No Instrumento está previsto prazo de 90 dias para o cancelamento de Gravames e aquisição do imóvel. A propriedade fiduciária será constituída em nome da fiduciária, a Vórtx DTVM Ltda., via Contrato Definitivo de Alienação Fiduciária.”** (grifei)*

⁶⁴ De acordo com a Cláusula 4.3 do Contrato de Distribuição: “Fica desde já estabelecido que parte dos recursos integralizados somente poderão ser utilizados pela Emissora após o cumprimento de determinadas condições, sendo a liberação realizada da seguinte forma: (...) (ii) 25% (vinte e cinco por cento) dos recursos serão disponibilizados para a Emissora **após a apresentação do protocolo do pedido de registro da baixa do gravame sobre o imóvel objeto da Alienação Fiduciária de Terreno;** e (iii) 25% (vinte e cinco por cento) dos recursos serão disponibilizados para a Emissora após o registro do Contrato Definitivo de Alienação Fiduciária do Imóvel no Cartório de Registros de Imóveis competente” (grifei).

⁶⁵ Doc. nº 1189912.



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

63. Diante das informações contidas na própria Escritura de Emissão, complementadas e detalhadas na Promessa de Alienação Fiduciária do Imóvel, no Contrato de Distribuição e no Relatório de Rating, entendo que não procede o argumento da SRE de que os investidores que subscreveram as debêntures foram induzidos a erro por informações insuficientes acerca da titularidade e dos gravames do Imóvel I.

64. Como visto, a escritura de emissão é um documento fundamental no contexto de uma oferta pública de debêntures, do qual constam as características das debêntures, suas cláusulas, termos e condições, nas quais estão previstos os direitos e obrigações dos debenturistas. É recomendável que a referida escritura contenha uma descrição detalhada e suficiente das informações relevantes à tomada de decisão dos investidores, o que inclui a prestação de informações sobre a estruturação e constituição das garantias existentes.

65. Não obstante, a análise das garantias não se esgota com a leitura da escritura de emissão, principalmente quando a constituição das garantias se dá por instrumento em separado.⁶⁶ Nesse sentido, os investidores confirmaram ter tido acesso à Promessa de Alienação Fiduciária e demais Documentos da Oferta, bem como declararam ter considerado esses documentos na tomada de decisão de investimento nas debêntures da Sugoi.⁶⁷

66. Repito que, no presente caso, deve-se levar em consideração ainda o fato de que se trata de uma oferta pública de emissão de debêntures destinada exclusivamente a investidores profissionais. Por possuírem maior capacidade técnica para avaliar os riscos e

⁶⁶ “*As garantias reais poderão ser constituídas na própria escritura de emissão ou em escritura separada. Tratando-se de hipoteca, que exige escritura pública, se esta for a forma da escritura de emissão, a garantia poderá ser outorgada no mesmo documento. Escolhida para a escritura de emissão a forma do instrumento particular, cumprirá lavra-se, em separado, uma escritura pública de constituição de hipoteca.*” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 102 e 103) (grifei)

⁶⁷ Na “Resposta da TMJ Capital ao Ofício de Alerta nº 50/2019/CVM/SRE/GER-3”, juntada pela defesa da ofertante, a gestora responsável relaciona a Promessa de Alienação Fiduciária do Imóvel I e o Relatório de Rating entre os documentos analisados e considerados na tomada de decisão de investimento. (Razões de Defesa - Ronaldo Yoshio Akagui e Sugoi S.A. (Doc. nº 1189917, pp. 291-292)



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

tomar decisões de investimento, o grau de proteção conferido aos investidores profissionais é menor se comparado à tutela destinada aos demais investidores⁶⁸⁻⁶⁹.

67. Ante o exposto, não é possível concluir que foram prestadas informações incorretas, inconsistentes e/ou insuficientes sobre a titularidade e a existência de gravames no Imóvel I dado em garantia, capazes de induzir investidores profissionais a erro, não restando caracterizada a falha informacional atribuída à Emissora e Intermediária Líder da Oferta.

IV.II DIFERENÇAS NOS VALORES ATRIBUÍDOS AO IMÓVEL I E IMÓVEL II

68. A Acusação aponta também uma suposta inadequação dos valores atribuídos pelos laudos de avaliação aos bens dados em garantia (Imóvel I e II), tendo tal inconsistência comprometido a decisão de investimento a respeito da Oferta.

69. Como relatado, antes do decurso do prazo de 120 (cento e vinte dias) para a formalização da Alienação Fiduciária sobre o Imóvel I, em 03/08/2017, a Sugoí convocou Assembleia Geral de Debenturistas para deliberar acerca da substituição do Imóvel I por um segundo imóvel (“Imóvel II”). A proposta foi aprovada pela unanimidade dos debenturistas⁷⁰, observado o procedimento previamente estabelecido na Cláusula 4.13.4 da Escritura de Emissão⁷¹.

⁶⁸ "O principal fundamento das normas regulamentares expedidas pela CVM é o entendimento de que o investidor qualificado, em razão da sua experiência técnica, volume do patrimônio ou composição de sua carteira, é capaz de avaliar adequadamente os riscos envolvidos em cada espécie de investimento e de decidir pela sua conveniência ou não. Para tal perfil de investidor, a proteção estatal é menor. Assim, tendo em vista o nível de sofisticação e informação dos investidores, o órgão regulador disciplina de forma." (WALD, Arnaldo. **O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 32. São Paulo: RT, 2006. pp. 15 e ss.)

⁶⁹ “A introdução de categorias de investidores como a de investidor qualificado e a de investidor profissional no direito brasileiro tem como objetivo a flexibilização de normas relacionadas ao conceito de suitability. (...) [O] que se vislumbra com a definição dos conceitos de investidores qualificados e investidores profissionais é o reconhecimento pela CVM, de que estas pessoas devido ao seu perfil patrimonial e de investimento específico, teriam melhor capacidade de avaliação de riscos e de estruturas complexas de investimento, de modo que poderiam estar sujeitos a regras menos rígidas de proteção patrimonial.” (NASCIMENTO, João Pedro Barroso do; BRANDÃO, Júlia; WANICK, Luca. “Investidor qualificado: funções e abrangência do conceito”. In: NASCIMENTO, João Pedro Barroso do (org.). *Temas de Direito Empresarial: Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 448)

⁷⁰ Doc. nº 0561895.

⁷¹ “Fica a Emissora autorizada a proceder à substituição de tais Garantias, por outros bens de sua titularidade ou de terceiros, conforme o caso, de natureza igual ou diversa a dos bens dados em garantia. No caso de substituição da garantia, a Emissora deverá apresentar bens com mesmo valor da garantia a ser



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

70. Na matrícula de 01/11/2016, consta que o Imóvel I foi avaliado em R\$3.500.000,00 e, menos de 6 (seis) meses depois, o mesmo imóvel foi avaliado pelo valor de R\$34.400.000,00, conforme consta na Promessa de Alienação Fiduciária de 04/04/2017. De acordo com a SRE, seria *“bastante improvável que, em condições normais, um imóvel tenha seu valor quase multiplicado por 10 em tão pouco tempo”*⁷².

71. Com relação ao Imóvel II, a Área Técnica aponta que na Escritura Pública de Compra e Venda de 23/06/2017 consta que a Sugoí Residencial SPE I Ltda. adquiriu o imóvel pelo preço de R\$1.000.000,00. Posteriormente, no laudo de avaliação elaborado pela Engebanc em 17/07/2017, o Imóvel II foi avaliado em R\$23.000.000,00, com valor de liquidez avaliado em R\$16.100.000,00.

72. Para a Acusação, a avaliação da Engebanc *“não reflete o quadro descrito pela análise realizada pela Secretária Municipal de Finanças do Município de Rio Branco, o que nos leva a concluir que o valor mais verossímil do Imóvel II se aproxima mais do valor encontrado no instrumento de transmissão (R\$ 1.000.000,00) do que do valor do laudo da Engebanc (R\$ 23.000.000,00)”*.⁷³

73. A Sugoí e seu diretor responsável teriam falhado ao não oferecer informações verdadeiras, consistentes e corretas para os investidores quanto ao valor dos Imóveis dados em garantia da Oferta, em infração ao art. 10 da ICVM nº 476/2009. Por sua vez, a H. Commcor e seu diretor responsável deveriam ser responsabilizados por não tomar todas as

substituída, o que deverá ser comprovado por meio de um laudo de avaliação elaborado por uma das seguintes empresas: (...) c) Engebanc Engenharia e Serviços (...) Caberá a 2/3 (dois terços) de Debenturistas presentes em AGD convocada para este fim, a aprovação dos novos bens, nos termos desta Escritura de Emissão e dos Contratos de Garantia, sendo que a não aprovação deve ser devidamente fundamentada pelos Debenturistas (‘Substituição de Garantias’).” (Doc. nº 1032169) (grifei)

⁷² Doc. nº 1113074, §40.

⁷³ Em resposta ao comunicado da CVM, a Secretária Municipal de Finanças do Município de Rio Branco apresentou suas conclusões: "Em relação ao processo (...) cuja avaliação suscitou questionamento pela CVM -, o valor constante no instrumento de transmissão condiz com os preços praticados naquela região à época da avaliação. Fato este que foi corroborado pelo Auditor Fiscal de Tributos (...)" "Além disso, em tratativas com técnicos do cadastro imobiliário, foi identificado a região onde provavelmente está o imóvel e verificamos que se trata de uma área sem identificação (terra nua). Ademais, trata-se de região alagadiça, que será necessário um trabalho de engenharia para que o empreendimento possa se tornar viável. Uma possível nova avaliação, até poderia vir a majorar o valor, levando em conta o decurso do tempo em relação a avaliação anterior, possíveis valorizações na região, entre outros elementos. Contudo, mesmo assim, é improvável que levasse a uma majoração no montante de R\$ 23.000.000,00." (Doc. 0749359)



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

cautelas e agir com elevados padrões de diligência, em assegurar a veracidade de tais informações, em desacordo com o inciso I art. 11 da ICVM nº 476/2009.

74. Respeitosamente, entendo que a Acusação não logrou demonstrar que os investidores foram induzidos por informações falsas e/ou inconsistentes sobre os valores atribuídos aos Imóveis I e II que serviam como garantias da Oferta.

75. Em primeiro lugar, os valores atribuídos ao Imóvel I e Imóvel II foram embasados em laudos de avaliação, elaborados por empresas especializadas⁷⁴, em consonância com a Cláusula 4.13.4 da Escritura de Emissão, que reconhecia tal empresa como habilitada a ser contratada para elaborar o laudo de avaliação, em caso de substituição das garantias.

76. A análise de laudos de avaliação pela CVM está voltada primordialmente a aspectos objetivos, que representem violação à legislação e/ou à regulação do Mercado de Capitais. Não cabe ao regulador substituir-se no papel do avaliador ao intervir indevidamente na metodologia, nas premissas e nos critérios adotados na avaliação⁷⁵. Deste modo, reconhece-se que, ao menos em condições normais, o avaliador é quem possui o conhecimento e a *expertise* necessários para a melhor execução do complexo processo de avaliação.

77. Neste caso sob análise, a existência de falha informacional em relação aos valores dos Imóveis I e II pressupõe um questionamento das conclusões materiais dos laudos de avaliação elaborados por empresas especializadas e independentes, que seriam presumidamente inconsistentes e inverídicas.

78. De fato, ao consultar as averbações anteriores nas matrículas dos Imóveis I e II constam valores substancialmente menores aos atribuídos no contexto da constituição das garantias da Oferta. Contudo, tal discrepância de valores, por si só, não é suficiente para contestar as avaliações feitas pelo avaliador especializado, no contexto da Oferta, de modo a presumi-las inverídicas.

79. Destaco que as referências anteriores de valor dos imóveis, utilizadas para questionar a veracidade dos valores de avaliação das garantias, estavam conectadas a

⁷⁴ Respectivamente, as já citadas J&L Gastim e Engebanc.

⁷⁵ Veja-se a este respeito o PAS CVM nº 19957.006657/2020-61, j. em 27/02/2021, de minha relatoria.



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

relações jurídicas e contextos distintos⁷⁶, que não servem como indicativo preciso do valor de mercado considerando o potencial econômico dos imóveis.

80. Por exemplo, nota-se que a Secretaria Municipal de Finanças do Município de Rio Branco atribuiu ao Imóvel II valor venal para fins de fixação de base de cálculo de tributos, e se limitou a indicar que seria “*improvável*” que nova avaliação levasse a uma majoração no valor constante do laudo da Engebanc.

81. No mais, a Oferta também foi objeto de análises independentes, que concluíram pela higidez da estrutura de garantias, conforme abaixo:

(i) *Legal opinion* elaborado por assessoria jurídica por meio do qual concluiu-se que “[o]s Documentos da Operação e as suas disposições estão em conformidade com a legislação vigente, em especial a Lei 6.404/76, a Lei 9.514/97, a Instrução CVM nº 476/09 e a Instrução CVM nº 583/16, sendo que todas as obrigações ali estipuladas são lícitas, válidas e exequíveis, de acordo com os seus termos e condições com força de título executivo extrajudicial”⁷⁷;

(ii) Relatório de Rating elaborado pela Austin Ratings em 07/04/2017, concluiu-se que as obrigações eram “*protegidas por elevadas margens de cobertura para o pagamento de juros e principal*” e “*suportadas por garantias seguras*”, de modo que a “*capacidade de pagamento é forte*” e o “*risco de crédito é baixo*”;

82. Se, *de um lado*, não é possível presumir que as informações fornecidas aos investidores sobre o valor dos Imóveis I e II eram equivocadas e/ou inconsistentes, *de outro lado*, reconheço que não houve prejuízo informacional aos debenturistas para a tomada de decisão pela aquisição das debêntures da Sugoi.

83. A meu ver, diante das informações disponibilizadas pela ofertante, os investidores estavam plenamente aptos para avaliar os riscos envolvidos e julgar a conveniência da substituição das garantias, com base nos valores apontados no laudo de avaliação.

⁷⁶ Nesse sentido, o Termo de Acusação (§38) destaca que o Imóvel I havia sido avaliado em R\$3.500.000,00 (três milhões e quinhentos mil reais) em registro de hipoteca cedular de 2016 para garantia de dívida. Por sua vez, o Imóvel II foi adquirido pelo preço de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) por meio de entrega em caráter *pro soluto* de nota promissória (Termo de Acusação, §44).

⁷⁷ Doc. nº 1032162, p. 4.



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

84. Em se tratando de investidores profissionais, com ampla capacidade de avaliação de riscos, não há como assumir que desconsideraram em sua análise as características das garantias, inclusive as informações públicas sobre as avaliações anteriores. Ao contrário, como confirmou a gestora dos Fundos adquirentes das debêntures da Sugoi, a decisão de investimento nas debêntures efetivamente contemplou a ponderação de documentos, análises jurídicas e registros das garantias.⁷⁸

85. A substituição do Imóvel I pelo Imóvel II obedeceu ao procedimento previsto na Escritura de Emissão, e foi aprovada⁷⁹ pela unanimidade de debenturistas como objeto da Alienação Fiduciária. Não houve qualquer reclamação por parte de investidores, ou comprometimento da cobertura das garantias da Oferta, como abordado anteriormente.

86. Reitero que o escopo acusatório se restringe à apuração de falha informacional no contexto da Oferta. A apreciação do mérito da oportunidade de investimento ofertada caberia aos próprios investidores, mediante decisão consciente e informada pela aquisição (ou não) de determinado valor mobiliário.⁸⁰

87. Assim, não é possível concluir que os investidores foram induzidos a erro quanto aos valores atribuídos aos imóveis dados em garantia no contexto da Oferta, uma vez que não se verificou a existência de uma informação objetivamente inconsistente que resultou em prejuízo informacional aos investidores.

88. Por extensão, entendo ser improcedente também a imputação pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante fossem verdadeiras e corretas, em desacordo com o inciso I do art. 11 da ICVM nº 476/2009.

⁷⁸ Na “Resposta da TMJ Capital ao Ofício de Alerta nº 50/2019/CVM/SRE/GER-3”, juntada pela defesa da ofertante, a gestora responsável relaciona a Promessa de Alienação Fiduciária, os Relatórios de Rating da Austin Ratings, os Laudos de Avaliação e a Legal Opinion da assessoria jurídica entre os documentos analisados e considerados na tomada de decisão de investimento. (Razões de Defesa - Ronaldo Yoshio Akagui e Sugoi S.A. (Doc. nº 1189917, pp. 291-292)

⁷⁹ Doc. nº 0561895.

⁸⁰ “O princípio básico da política de ‘disclosure’ é de que o exame do mérito do empreendimento cabe unicamente aos investidores; uma vez convenientemente informados, podem decidir conscientemente se desejam ou não adquirir os valores mobiliários publicamente ofertados pela companhia. [...] [N]ão compete à CVM realizar qualquer exame sobre a qualidade dos títulos ofertados, sobre a empresa emissora, ou mesmo sobre a conveniência da emissão pública.” (EIZIRIK, Nelson. Emissão de Debêntures. Revista dos Tribunais, v. 721, p. 52-61)



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

89. A doutrina especializada ensina que o intermediário deve atuar com elevado padrão de diligência e empregar os seus melhores esforços para garantir que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes e suficientes, notadamente por se tratar de oferta realizada pelo rito da ICVM 476/2009.⁸¹

90. A respeito do assunto, conforme me manifestei recentemente no âmbito do PAS CVM nº 19957.008816/2018-48⁸², o intermediário líder pode responder por permitir que informações falsas sejam oferecidas aos investidores no contexto de uma oferta de debêntures. Todavia, o intermediário líder não deve ser responsabilizado por qualquer equívoco identificado nos documentos da oferta, mas o julgador deve apurar se este diligenciou para garantir que as informações prestadas pelo ofertante eram verdadeiras e corretas.

91. No caso em tela, entendo que não é possível a responsabilização da Intermediária Líder e de seu diretor responsável, tendo em vista que não restou demonstrada a falha informacional em prejuízo dos investidores, tampouco em que medida este agente teria falhado em seu dever de diligência.

V. CONCLUSÃO

92. Pelos fundamentos expostos, voto pela **absolvição** da Sugoi, na qualidade de emissora da Oferta, e de seu diretor presidente, Ronaldo Akagui, e de H.Commcor, na qualidade de intermediária líder da Oferta, e de seu diretor responsável, Luiz Henrique, de todas imputações formuladas.

É como voto.

⁸¹ A este respeito, veja-se tanto: (i) MENEZES DOS SANTOS, Aline. “Responsabilidade Administrativa e Civil do Ofertante e do Intermediário pelo Conteúdo do Prospecto”. In ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011; quanto: (ii) EIZIRIK, Nelson. “Negócio jurídico de underwriting – Questões contemporâneas” in PERIN, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (coords.). *Direito Empresarial – Aspectos Atuais de Direito Empresarial Brasileiro Comparado*. São Paulo: Método, 2005.

⁸² No citado PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, o Colegiado considerou que as informações incorretas relacionadas à metragem dos imóveis dados em garantia diziam respeito a aspecto relevante da operação, e o equívoco poderia ser facilmente constatado caso a intermediária líder tivesse analisado diligentemente os documentos a que teve acesso. Além disso, diferentemente do presente PAS, a responsabilidade da intermediária líder estava sendo apurada no contexto de uma suposta operação fraudulenta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Rio de Janeiro, 20 de junho de 2024.

João Pedro Nascimento

Presidente Relator