



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° 19957.001254/2023-79

Reg. Col. 2927/23

Acusados: Interativa Investimentos Ltda.; e Jorge Farah Elias

Assunto: Suposta quebra do dever de diligência na aquisição de ativos e descumprimento da política de investimentos dos fundos de investimento

Relator: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Eu acompanho as conclusões do Relator quanto à absolvição da Interativa e de Jorge Farah Elias pela acusação de inobservância do limite de exposição previsto no regulamento do BRA1 Fundo de Investimento de Renda Fixa (“BRA1 FIRF”) para ativos de crédito privado, em violação ao art. 104, §2º, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014¹⁻².

2. No entanto, divirjo respeitosamente da absolvição pela acusação de violação ao dever de diligência, em infração ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004³, seja no que diz respeito, em sede de preliminares, ao reconhecimento da prescrição da pretensão punitiva desta autarquia em relação à aquisição das CCB emitidas pela LCM (“CCB LCM”) e da 2^a

¹ Art. 104. O administrador responde pela inobservância dos limites de composição e concentração de carteira e de concentração em fatores de risco estabelecidos nesta Instrução e no regulamento. [...] §2º Caso o administrador contrate gestor para desempenhar atividade de gestão profissional em nome do fundo, o gestor também responde pela obrigação de que trata o caput e §1º, ocasião em que cabe: [...] I – ao gestor avaliar sua observância antes da realização de operações em nome do fundo; e [...].

² Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório e no voto do Relator deste PAS.

³ Art. 65-A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão; [...].



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

tranche das CCB emitidas pela Itacaré Ville (“CCB Itacaré Ville”), seja, no mérito, em relação à aquisição da 3ª tranche das CCB Itacaré Ville.

3. Dessa forma, após tratar, da preliminar de prescrição, passo à análise da diligência empregada pelos acusados na aquisição das CCB LCM e das CCB Itacaré Ville.

Prescrição

4. Preliminarmente, a defesa alega que a pretensão punitiva da CVM sobre os fatos objeto deste PAS estaria prescrita, porque:

- i) o marco inicial do prazo prescricional seria a aquisição das CCB em 2012 e 2013, que teria transcorrido sem interrupções até 2018;
- ii) mesmo que se considerasse que o desenquadramento da carteira do FIRF BRA1 ao limite de exposição a ativos de crédito privado teria se materializado entre dezembro de 2016 e julho de 2017, esse prazo teria transcorrido em julho de 2022; e
- iii) o único ato que poderia ter interrompido tal prazo teria sido a citação dos acusados no PAS, que ocorreu em maio de 2023.

5. O Diretor Relator acolheu parcialmente os argumentos da defesa, reconhecendo a prescrição quanto ao descumprimento do dever de diligência referente às aquisições das CCB LCM e da 2ª tranche das CCB Itacaré Ville, realizadas em 2012 e 2013, mas não em relação à 3ª tranche das CCB Itacaré Ville, adquirida em 2015. A seu ver, a figura da infração continuada não seria aplicável e o prazo prescricional teria restado interrompido apenas com o envio dos Ofícios nº 37/2020/CVM/SIN/GIFI e nº 38/2020/CVM/SIN/GIFI⁴, o que ocorreu em 06/03/2020.

6. Entendo, contudo, que não assiste razão aos acusados, pelos motivos que exponho a seguir – e que também me levam a discordar do Relator no que concerne aos marcos inicial e de interrupção do prazo prescricional.

⁴ Docs. nº 1717677 e nº 1717678.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

7. Em geral, nos termos do art. 1º, *caput*, da Lei nº 9.873/1999⁵, a pretensão punitiva da Administração Pública Federal prescreve em cinco anos, a contar da prática do ato, ou, em caso de infração continuada ou permanente, da data em que a irregularidade tiver cessado.

8. A meu ver, ambas as infrações imputadas aos acusados se baseiam em condutas que se protraem no tempo.

9. Isso é elementar no caso da imputação de desenquadramento da carteira do BRA1 FIRF ao limite de exposição de ativos de crédito privado, que a acusação entendeu ter se verificado entre dezembro de 2016 e julho de 2017, a partir dos Demonstrativos de Composição e Diversificação de Aplicações – CDA apresentados à CVM em referência a cada um dos meses desse período. Trata-se, sem dúvida alguma, até o reenquadramento, de uma conduta de caráter permanente. Consequentemente, para essa infração, a contagem do prazo prescricional teve início, no mínimo, em julho de 2017.

10. Contudo, a mesma conclusão não é tão óbvia para a falta de diligência relativa à aquisição de CCB para a carteira do BRA1 FIRF, uma vez que, a depender das circunstâncias concretas, o ilícito administrativo em questão pode assumir natureza instantânea, continuada ou permanente.

11. Tais institutos são oriundos do direito penal, esfera em que se encontram tipificados e delineados com maior precisão. No âmbito do processo administrativo sancionador, por outro lado, tais categorias não contam com previsão normativa expressa. Embora conceitos e institutos do direito penal incidam subsidiariamente sobre o processo administrativo sancionador, é necessário sempre lembrar que este possui uma estrutura normativa própria, orientada por características e finalidades distintas⁶.

⁵ Art. 1º. Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia, objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado.

⁶ Cf., nesse sentido: “Por um lado, no âmbito dos processos administrativos sancionadores, são aplicáveis subsidiariamente diversos princípios, conceitos e institutos oriundos do direito penal. Por outro lado, o direito administrativo sancionador conta com regime jurídico próprio e distinto do dispensado ao direito penal.” (manifestação de voto da Diretora Flávia Perlingeiro no PAS CVM nº 19957.002596/2017-68, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 15/03/2022). Cf., no mesmo sentido, PAS CVM nº 33/2000, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 20/12/2002.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

12. Dito isso, em síntese, o ilícito administrativo continuado se caracteriza pela repetição de atos infracionais da mesma espécie, enquanto o permanente decorre da manutenção prolongada de uma situação antijurídica.

13. Em concreto, entendo haver elementos para reconhecer a conduta dos acusados como de natureza continuada.

14. Entendo que as aquisições das CCB LCM, de um lado, e das CCB Itacaré Ville, de outro, podem ser consideradas como dois grupos de condutas continuadas, à luz dos requisitos suscitados pelo Relator. As transações envolvendo os títulos de cada um desses dois emissores ocorreram de maneira similar, guardando, cada aquisição, relação direta com a anterior (ou, no caso das CCB LCM, as anteriores) e envolvendo, em boa medida, as mesmas partes e características.

15. No caso das CCB LCM, isso é bastante evidente, tendo em vista que todas as transações ocorreram entre 2012 e 2013, o credor original foi o mesmo e, após a terceira emissão, a primeira cédula foi aditada para prever o compartilhamento de suas garantias com as outras duas adquiridas para o BRA1 FIRF.

16. Também reconheço semelhanças nas condições das 2^a e 3^a tranches das CCB Itacaré Ville, embora tenha havido um maior lapso temporal entre a emissão das tranches, a instituição devedora originária dessas duas emissões tenha sido diferente e uma sociedade do grupo da Interativa tenha participado somente da estruturação da última dessas tranches – tendo sido, inclusive, remunerada por isso.

17. Em situação diversa, ao apreciar alegações preliminares de *bis in idem* relativas a dois processos sancionadores envolvendo o descumprimento do dever de diligência, a então Diretora Flávia Perlingeiro não reconheceu o caráter continuado ou permanente das condutas, justamente por entender ausentes os elementos que, no presente caso, se verificam. Conforme registrado em seu voto⁷:

“Ainda que não se deixe de reconhecer, nos conjuntos fáticos, a repetição de certas circunstâncias similares quanto à atuação das acusadas, não se está propriamente

⁷ PAS CVM nº 19957.000671/2020-51, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 10/11/2020.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

a tratar de uma única infração, permanente ou continuada, pois as aquisições objeto da atuação das Gestoras, realizadas em nome dos Fundos, eram relativas a CCBs de emissão de diferentes empresas e ocorreram a partir de processos decisórios distintos. As irregularidades são relativas a conjuntos de operações distintas e realizadas em períodos não coincidentes, envolvendo emissores, estruturadores e fundos de investimento diversos, bem como diferentes cotistas (destinatários da informação) e alegadamente embasadas em elementos probatórios específicos”.

18. Aqui, ao contrário, verifica-se a existência de um encadeamento entre os atos – seja pela identidade do emissor, pela repetição da conduta em um mesmo fundo de investimento, pelo envolvimento das mesmas partes, inclusive conflitadas atuando na estruturação, e pelo alegado agravamento do risco diante de sinais previamente identificáveis – o que justifica, a meu ver, o reconhecimento do caráter continuado da infração.

19. Nesse caso, o marco inicial do prazo prescricional seria, para as CCB LCM, a última aquisição realizada em 2013 e, para as CCB Itacaré Ville, a aquisição de títulos da 3ª tranche, em 2015.

20. Ressalto, no entanto, que, caso a acusação tivesse tratado do dever de diligência também a partir do acompanhamento e do monitoramento dos ativos adquiridos – isto é, a omissão em adotar medidas corretivas frente a sinais de inadimplemento das CCB e deterioração de garantias –, poder-se-ia cogitar o reconhecimento do caráter permanente da infração, porque o dever de diligência, em tais hipóteses, se projeta no tempo. Mas não foi esse o caso. O termo de acusação tem por foco as aquisições das CCB feitas pela Interativa para o BRA1 FIRF.

21. Ainda assim, se, como pretendem os acusados e reconheceu o Relator, se desconsiderasse a continuidade delitiva do descumprimento do dever de diligência, não se poderia deixar de reconhecer a existência de marcos interruptivos do prazo prescricional que antecedem a citação dos acusados, em maio de 2023, e o envio dos ofícios, em março de 2020.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

22. O prazo prescricional pode ser interrompido por qualquer ato inequívoco que importe apuração de fato, conforme art. 2º, inciso II, da Lei nº 9.873/1999⁸, no que, conforme entendimento pacífico do Colegiado da CVM, se enquadra qualquer ato administrativo, de existência certa e comprovada, com o claro objetivo de dar impulso à investigação ou à apuração dos fatos⁹.

23. A interrupção do prazo prescricional por ato inequívoco de apuração não depende da ciência prévia do eventual acusado, conforme há muito consolidado por este Colegiado¹⁰ e sumulado pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN nos seguintes termos: “[a] interrupção da prescrição por ato inequívoco de apuração do fato não depende de bilateralidade ou ciência prévia do administrado”¹¹. O Superior Tribunal de Justiça também já se manifestou no mesmo sentido¹². Assim, a interrupção do prazo prescricional não se restringe ao ato formal de instauração do processo sancionador, nem exige qualquer forma de cientificação do investigado.

24. Nesse sentido, é evidente que o despacho da Chefe de Gabinete da Presidência da CVM, datado de 21/08/2019, por meio do qual foi encaminhada à SIN, para adoção das providências cabíveis, a reclamação do IPREMU referente às CCB Itacaré Ville, às CCB LCM e às CCB emitidas pela Brazcarnes Participações S.A.¹³, constitui ato inequívoco de impulsionamento da apuração dos fatos.

⁸ Art. 2º Interrompe-se a prescrição da ação punitiva: [...] II - por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato; [...].

⁹ PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; PAS CVM nº 19957.004478/2018-75, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 20 e 21/06/2023; PAS CVM nº 19957.002596/2017-68, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 15/03/2022; e PAS CVM nº 22/1994, Dir. Rel. Luiz Antonio Sampaio Campos, j. em 15/04/2004.

¹⁰ Cf., novamente: PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; PAS CVM nº 19957.004715/2020-12, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 26/03/2024; PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 26/09/2023; PAS CVM nº RJ2015/2027, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/04/2019; PAS CVM nº 06/2016, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 24/08/2020; PAS CVM nº RJ2016/7961, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 30/01/2020; PAS CVM nº RJ2005/6924, Pres. Rel. Marcelo Trindade, j. em 31/10/2006..

¹¹ Súmula nº 4 do CRSFN, DOU de 15/05/2023.

¹² AgInt no AREsp nº 595210/RJ (2014/0258184-3), Rel. Min. Assusete Magalhães, STJ, 2ª Turma, j. em 06/03/2018.

¹³ Doc. nº 0822847.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

25. Mesmo antes do recebimento da referida reclamação, esta autarquia já apurava potenciais irregularidades envolvendo a atuação da Interativa na aquisição de ativos para o BRA1 FIRF. Tanto é assim que, em um primeiro momento, a SIN juntou a reclamação ao Processo CVM nº 19957.004020/2019-05, que já se encontrava em andamento com essa finalidade, conforme despachos datados de 03/09/2019¹⁴.

26. Nesse processo, já haviam sido juntados os autos do Processo CVM nº RJ2015/12139, originalmente físico, instaurado a partir de inspeção conduzida pela antiga Superintendência de Fiscalização Externa – SFI. Tal inspeção teve por objeto a atuação da então administradora fiduciária do BRA1 FIRF, bem como das gestoras de fundos sob sua administração, conforme consubstanciado no Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-2/Nº06/2016¹⁵, datado de 14/12/2016.

27. No âmbito dessa inspeção, em 18/01/2016, a Interativa, na pessoa de Jorge Farah Elias, foi oficiada a fornecer informações sobre, entre outros aspectos, a diligência empregada na aquisição de CCB para o BRA1 FIRF, conforme Ofício nº 04/2016/CVM/SFI/GFE-2¹⁶.

28. Posteriormente, em 28/06/2017, a SIN solicitou aos acusados, por meio do Ofício nº 999/2017/CVM/SIN, esclarecimentos a respeito das supostas irregularidades identificadas na inspeção, incluindo a falta de diligência da Interativa na aquisição de CCB emitidas pela Brazcarnes Participações S.A. para o BRA1 FIRF¹⁷. Após o recebimento das reclamações do IPREMU e do ARAPREV, em 2019, a CVM passou também a apurar, de forma mais específica, a aquisição das CCB LCM e das CCB Itacaré Ville.

29. A meu ver, todos esses atos importaram em inequívoca apuração dos fatos e, por isso, constituem marcos interruptivos do prazo prescricional. Afinal, não se exige, nesse contexto, que o ato inaugural da apuração delimita exaustivamente os ilícitos a serem investigados ou identifique, desde logo, os agentes responsáveis. Trata-se de um impulso inicial que, como

¹⁴ Docs. nº 0832850 e nº 0832847.

¹⁵ Doc. nº 0722484.

¹⁶ Doc. nº 0720765, p. 123.

¹⁷ Ofício nº 999/2017/CVM/SIN, p. 1-3 (doc. nº 0722490).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

reconhecido por este Colegiado, pode ter desdobramentos e aprofundamentos ao longo da instrução, inclusive com a identificação posterior de outras condutas e sujeitos envolvidos¹⁸.

30. Dessa forma, entendo que, sob qualquer ângulo, o prazo prescricional não se extinguiu, tendo sido interrompido tanto em relação ao descumprimento do dever de diligência quanto ao desenquadramento da carteira do fundo.

31. Ante todo o exposto, voto pela **rejeição** dessa preliminar.

Descumprimento do dever de diligência

32. Passo então para a análise da imputação de descumprimento do dever de diligência em relação à aquisição das CCB LCM e das CCB Itacaré Ville, de que trato separadamente, tendo em vista as particularidades envolvendo a aquisição de cada um desses títulos pelo BRA1 FIRF.

CCB LCM

33. Em síntese, a SIN argumenta que os acusados teriam faltado com diligência na aquisição das CCB LCM, pois não teriam adotado procedimentos mínimos para verificar a razoabilidade dos valores atribuídos no laudo de avaliação elaborado pela Equity Engenharia e Avaliações Ltda. (“Equity”) aos imóveis dados em garantia, especialmente em relação às suas benfeitorias.

34. Por sua vez, a defesa alega que o cumprimento do dever de diligência restaria evidenciado pela adoção das seguintes medidas:

- i) contratação de escritório de advocacia reconhecido para assessorar na operação;
- ii) solicitação de laudo de avaliação, cujos valores teriam sido posteriormente confirmados em laudo judicial;

¹⁸ A este respeito, cf.: “Tal ato inequívoco se destina a apurar fatos e, nessa apuração, podem vir a ser identificadas outras infrações que não (ou além) das inicialmente cogitadas, à medida em que as investigações sejam aprofundadas. Assim, as conclusões de um Relatório de Análise, por exemplo, são o ponto de partida das investigações e servem a explicitar os fatos objeto de apuração, sem delimitar, no entanto, os agentes a serem investigados ou os ilícitos a serem apurados pela área técnica.” (PAS CVM nº 19957.004478/2018-75, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 21/06/2023).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- iii) formalização de garantias que totalizariam cerca de R\$20 milhões;
- iv) elaboração de relatório interno de risco de crédito; e
- v) contratação de relatório de *rating*, no qual as CCB LCM foram avaliadas com nota de crédito “A”¹⁹.

35. Embora revelem a adoção de certas providências, as medidas listadas pelos acusados não se mostram suficientes para, por si só, evidenciar o efetivo cumprimento do dever de diligência. Explico.

36. Inicialmente, destaca-se que, embora seja legítimo ao gestor se apoiar em pareceres técnicos e estudos elaborados por terceiros para embasar suas decisões de investimento, isso não o exime da adoção de alguns atos adicionais a fim de assegurar o cumprimento dos deveres fiduciários perante os cotistas no caso concreto. Ao contratar assessoria jurídica ou técnica, espera-se que o gestor exerça avaliação crítica e independente sobre os materiais produzidos, de modo a formar juízo próprio acerca da viabilidade e dos riscos da operação, não lhe sendo permitido confiar cegamente na informação recebida, em especial diante da existência de sinais de alerta²⁰.

37. Ainda que determinada estrutura conte com diversas precauções contratuais – como cláusulas de vencimento antecipado e garantias formalizadas –, essas salvaguardas podem revelar-se ineficazes quando o problema central residir na limitação das informações disponíveis, especialmente de natureza econômico-financeira. Esse parece ter sido, precisamente, o cenário no caso concreto.

38. O primeiro laudo de avaliação da Equity, datado de dezembro de 2011²¹, foi solicitado pela Metalúrgica LCM Indústria e Comércio Ltda., sociedade do mesmo grupo econômico da LCM²², conforme indicado pelo próprio documento. Nesse cenário, a Interativa deveria ter adotado medidas para examinar a metodologia empregada na avaliação, de modo a assegurar a ausência de favorecimento do devedor, o que poderia passar pela aferição de eventuais

¹⁹ Doc. nº 1877788, pp. 33-34.

²⁰ PAS CVM nº 19957.009104/2019-27, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 25/04/2023.

²¹ Doc. nº 1715826.

²² Laudo de avaliação da Equity, datado de dezembro de 2011 (doc. nº 1521934).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

discrepâncias entre os valores estimados pela Equity e aqueles efetivamente praticados no mercado, ou, ainda, a contratação de outro avaliador independente. Essa providência, entretanto, somente foi adotada em 2016, com a contratação de avaliação da Colliers International (“Colliers”), quando a operação já estava inadimplente e o cronograma de obras do empreendimento relacionado estava atrasado²³.

39. A defesa sustenta que os valores atribuídos pela Equity teriam sido validados por duas fontes: (i) a ausência, no laudo da Colliers, de transações concretas nos valores ali sugeridos²⁴; e (ii) a similitude entre os valores do laudo da Equity e de avaliação pericial produzida no âmbito do Processo nº 5073239-39.2019.8.09.0137²⁵.

40. Quanto ao primeiro ponto, a meu ver, a defesa busca distorcer as conclusões que podem ser extraídas da análise do laudo da Colliers. A Equity estimou o metro quadrado com base em ofertas de venda que, à época, não haviam se concretizado, razão pela qual a Colliers optou por não adotar os preços das ofertas como parâmetro para estimar o valor das garantias. Não obstante o intervalo temporal entre os dois laudos e a deterioração da operação nesse período, a ausência de evidências de transações nos valores indicados já justificaria, no momento da aquisição para o BRA1 FIRF, a adoção de postura mais cautelosa por parte da Interativa em relação à avaliação feita pela Equity – e tal postura teria, justamente, lhe permitido constatar a ausência de evidências nesse sentido.

41. Quanto ao segundo ponto, é bastante inverossímil assumir que uma avaliação realizada em 2021 teria o condão de confirmar a razoabilidade de um laudo emitido cerca de dez anos antes, tendo em vista, especialmente, que as demais avaliações da Equity, em periodicidade inferior, apresentaram variações no valor do imóvel. De todo modo, a comparação, *a posteriori*, do valor atribuído com a prática de mercado é menos relevante do que o exame de se, no momento da aquisição, a gestora promoveu as verificações mínimas quanto à metodologia empregada e à razoabilidade dos valores estimados. Ressalto que esta não é uma afirmação feita irrefletidamente, mas sim à luz da posição já consolidada deste Colegiado quanto à cautela que deve orientar a análise retrospectiva de laudos de avaliação.

²³ Notificação por Descumprimento de Obrigações, de 28/01/2016, §§ 4º a 8º (doc. nº 1521865).

²⁴ Doc. nº 1877788, p. 38.

²⁵ Doc. nº 1877794, p. 15-16.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

42. No que se refere ao relatório de *rating* elaborado pela LFRating, observa-se que, embora a nota atribuída tenha sido positiva, o documento teve por base as informações do laudo da Equity. De fato, como alegado pela defesa, as benfeitorias foram desconsideradas no cálculo da “Garantia Primária” adotada pelo *rating*²⁶, resultando em valor inferior ao estimado no laudo, da ordem de R\$2.700.000,00. Ainda assim, justamente por derivar da mesma base informacional, o *rating* não poderia suprir eventual insuficiência de análise quanto aos imóveis dados em garantia.

43. Ademais, o Colegiado da CVM já firmou entendimento de que, na aquisição de CCB por fundos de investimento, os gestores não podem se amparar exclusivamente em índices de classificação de risco²⁷. Cabe ao gestor produzir análises internas de risco de crédito, independentemente de o *rating* externo ter atribuído ao investimento nota “A” ou classificações mais elevadas. Nesse sentido, impõe-se examinar o relatório interno de avaliação de crédito apresentado pela defesa, que teria se baseado em “informações financeiras, contábeis e societárias da empresa LCM”²⁸.

44. Tal documento, datado de 01/10/2012, contempla informações sobre: demonstrações contábeis da LCM, projeções de fluxo de caixa, histórico da empresa e do setor de metalurgia, levantamentos no SERASA e características da operação²⁹. Ao longo do documento, há diversas transcrições do relatório da LFRating. Contudo, no tocante às garantias, o relatório limita-se a descrevê-las formalmente, sem qualquer análise quanto à sua suficiência ou ao seu valor de mercado. Não se verifica, portanto, qualquer exame interno efetivo da adequação das garantias frente aos riscos assumidos pelo fundo.

²⁶ Relatório de classificação de risco da LFRating datado de agosto de 2012, versão definitiva e aprovada, p. 2 (doc. nº 1521863).

²⁷ “Além disso, a utilização de índice de classificações de risco (ratings) não dispensa que gestores façam suas próprias análises de risco de crédito. Dessa forma, embora o rating possa ser um elemento relevante na análise de risco, ele não pode servir como única fonte para subsidiar decisões de investimento, em especial quando tais decisões são feitas em benefício de terceiros. É necessário que o gestor realize suas próprias análises, de acordo com critérios próprios e pré-estabelecidos de seleção de ativos e gestão de risco.” (PAS CVM nº RJ2112/12201, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 04/08/2015). No mesmo sentido, cf. PAS CVM nº 19957.000671/2020-51, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 10/11/2020.

²⁸ Doc. nº 1877788, p. 34.

²⁹ Relatório interno, datado de outubro de 2012, versão atualizada e assinada (doc. nº 1521864).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

45. Cabe destacar, ainda, que, conforme apontado pela acusação, a escritura pública de compra e venda indica que os imóveis foram adquiridos em 12/05/2012 por R\$783.326,93³⁰. Embora esse valor não possa ser, isoladamente, considerado referencial de mercado, uma vez que a transação pode ter observado condições particulares, caberia ao gestor, ao menos, contextualizar essa informação e confrontá-la com os valores constantes do laudo da Equity. A ausência de qualquer reflexão sobre essa diferença na avaliação interna de risco indica grau relevante de negligência no tratamento de elemento público e acessível.

46. Logo, entendo que a Interativa infringiu o art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004 em relação à aquisição das CCB LCM, por não ter adotado diligência mínima na verificação dos valores dos imóveis dados em garantia de tais cédulas. Considerando as evidências constantes dos autos quanto à participação de Jorge Farah Elias no processo de decisão³¹, entendo que ele incorreu na mesma infração.

CCB Itacaré Ville

47. No que diz respeito ao descumprimento do dever de diligência em relação à aquisição das CCB Itacaré Ville, a área técnica se baseou nos seguintes fundamentos:

- i) ausência de questionamento, por parte dos acusados, sobre os elevados custos da emissão, em especial no que se refere à remuneração da Di Matteo Consultoria Ltda., posteriormente denominada DMF Advisors (“Di Matteo”), que também prestava serviços de consultoria ao IPREMU; e
- ii) decisão de estruturar a 3ª tranche, mesmo tendo conhecimento, à época, de problemas no fluxo de pagamentos das tranches anteriores.

³⁰ Doc. nº 1715836, pp. 2-5.

³¹ Ele assinou as atas do comitê de investimento, por exemplo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

48. Por sua vez, a defesa argumenta que:

- i) os pagamentos realizados à Di Matteo foram objeto de negociação direta com o emissor, de modo que não haveria qualquer relação dos acusados com esse prestador de serviços no contexto da emissão das CCB Itacaré Ville³²;
- ii) a decisão de estruturar a 3ª tranche se pautou em relatório de medição de obras e em estudo técnico emitido pela área de consultoria de engenharia e de planejamento contábil, que indicariam a viabilidade do empreendimento após novos aportes³³; e
- iii) adotou medidas como a contratação de assessoria jurídica, visitas técnicas ao empreendimento, reformulação da estrutura da 2ª tranche e formalização de garantias³⁴.

49. A meu ver, não assiste razão aos acusados.

50. De fato, concordo que não cabe a esta CVM se imiscuir em aspectos negociais das emissões, inclusive quanto aos custos atrelados à contratação de prestadores de serviços, uma vez que o cumprimento do dever de diligência tem caráter eminentemente procedural, recaindo sobre o processo adotado para a tomada de decisão, não sobre o resultado obtido.

51. Todavia, quando tais custos se mostram atípicos ou significativamente elevados, é esperado do gestor diligente avaliar as razões de sua estipulação e os possíveis impactos para o adimplemento da operação. No caso concreto, observa-se que os pagamentos a quatro prestadores de serviços na 2ª tranche somaram R\$1.075.754,00, correspondentes a aproximadamente 21,52% do valor de face da emissão. Não há, contudo, qualquer menção ou avaliação sobre tais custos na ata do comitê de investimento do fundo nem no relatório interno de risco da Interativa, ambos de setembro de 2013³⁵.

52. Além disso, a alegação da defesa de que os acusados não teriam qualquer vínculo com a Di Matteo causa estranhamento diante dos elementos disponíveis nos autos. Em depoimento

³² Doc. nº 1877788, p. 43.

³³ Doc. nº 1877788, p. 45.

³⁴ Doc. nº 1877788, pp. 46-47.

³⁵ Relatório de avaliação de crédito (doc. nº 1521940) e ata do comitê de investimento (doc. nº 1521941), ambos datados de setembro de 2013.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

fornecido em nome da Interativa à Polícia Federal³⁶, há o reconhecimento de que a consultoria: (i) atuou na estruturação da 2ª tranches e de que essa foi reformulada a pedido da gestora; (ii) captou recursos para a 3ª tranches; e (iii) realizou reunião em seu escritório, de que a Interativa participou.

53. Ainda que não haja, por exemplo, vínculo societário, esses elementos demonstram a existência de relação profissional entre a Interativa e a Di Matteo em ambas as tranches. Não há nos autos, porém, qualquer indício de que a Interativa tenha diligenciado sobre o histórico, reputação ou eventuais conflitos de interesses da consultoria. A tentativa da defesa de afastar a relação com a Di Matteo, inclusive, reforça a percepção de não realização dessa verificação, que poderia ter evidenciado o conflito de interesses decorrente da dupla atuação da consultoria – como estruturadora da operação e como consultora do IPREMU.

54. Por fim, os elementos constantes dos autos evidenciam a existência de potencial conflito de interesses da própria Interativa na estruturação da 3ª tranches das CCB Itacaré Ville. Conforme consta de depoimento prestado à autoridade policial³⁷, consultoria ligada à gestora recebeu remuneração de R\$300.320,00 pela participação na estruturação da emissão.

55. Essa circunstância impunha à Interativa a adoção de cuidados adicionais no processo decisório, com especial atenção à transparência e à documentação da motivação técnica da operação, ainda que o regulamento do BRA1 FIRF previsse, de forma genérica, a possibilidade de aquisição de ativos de crédito privado estruturado por partes relacionadas da Interativa. Tal autorização não afasta, por si só, a necessidade de a Interativa adotar cautela (redobrada, inclusive) na análise da motivação e na documentação da conveniência e da adequação da operação para o fundo.

56. Em geral, é plenamente legítimo que, em situações de inadimplemento de operações de crédito, o credor opte tanto pela execução de garantias quanto pela reestruturação da operação de crédito, não cabendo à CVM se imiscuir no curso de ação a ser tomado. Por um lado, o credor pode optar por declarar vencimento antecipado e executar as garantias, o que pode ensejar um procedimento moroso e que não necessariamente cobrirá a dívida, já que as

³⁶ Doc. nº 1716276.

³⁷ Doc. nº 1716276, p. 8.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

garantias, em especial no caso de ativos imobiliários sujeitos à venda forçada, são suscetíveis a desvalorizações e desenquadramentos. Por outro, o credor pode repactuar as cláusulas da emissão ou refinanciar o empreendimento, o que envolverá, naturalmente, o risco de gerar novos inadimplementos.

57. Não deixo de notar que este caso comporta algumas similaridades com o PAS CVM nº 19957.010705/2019-82, de relatoria da Diretora Flávia Perlingeiro, em que se tratou da atuação de gestores que foram remunerados pela estruturação de CCB posteriormente adquiridos por fundos sob sua gestão. Embora as condutas envolvidas ali examinadas apresentassem maior gravidade e sistematicidade, a comparação é útil para ilustrar que, nessas situações, o Colegiado tem entendido pela caracterização de, ao menos, um potencial conflito de interesses³⁸. Nesses casos, impõe-se ao gestor o dever de adotar cautelas adicionais, com destaque para a realização de análises técnicas consistentes, documentação clara da lógica por trás da operação e comunicação transparente aos cotistas³⁹.

58. Nesse contexto, a questão central não reside na legitimidade da escolha entre execução ou reestruturação, mas sim na diligência empregada pela gestora ao optar por estruturar uma nova tranche em cenário já marcado por inadimplemento e pela atuação de partes com interesses conflitantes. Diante da remuneração paga à consultoria do grupo econômico da Interativa, era esperado que os acusados procedessem com análise técnica mais rigorosa, incluindo a avaliação crítica da viabilidade da operação e dos riscos associados à continuidade do empreendimento.

³⁸ “Por ora, repiso que, a meu ver, não estamos diante de decisões desinteressadas. Isso tendo em vista a existência do conflito de interesses em relação à aquisição de CCBs pelos Fundos de cuja estruturação as Gestoras participaram, bem como quanto às CCBs de emissão da CELG (em que, como dito, foi comprovado o repasse de comissões dos AAIs para a Firma P). [...] Pelas razões já expostas, tais circunstâncias evidenciavam a existência de um potencial conflito de interesses e, portanto, entendo que o padrão de revisão das condutas reputadas como não diligentes não está adstrito à revisão sob a ótica estritamente procedural, cabendo verificar se foram revestidas de cuidados redobrados e análises técnicas condizentes.” (cf. PAS CVM nº 19957.010705/2019-82, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 10/11/2020).

³⁹ “Com efeito, no que tange a aquisição, por fundo de investimento em participações, de ativo em que exista conflito de interesses, é importante ressaltar que a Instrução CVM nº 391/03 não veda, por completo, tal prática. No entanto, é imperioso que situações como estas devam ser revestidas de cuidados redobrados com análises técnicas precisas e claras, além de indubitável transparência nas informações.” (cf. PAS CVM nº RJ2014/12081, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 18/06/2019).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

59. Nesse sentido, ainda que a defesa tenha contratado consultoria de engenharia e de planejamento contábil para subsidiar a decisão pela emissão da 3ª tranche, tal medida, por si só, não é suficiente para demonstrar a diligência esperada em contextos que envolvem potencial conflito de interesses. Estudos dessa natureza servem como subsídio à decisão, mas, novamente, não substituem a responsabilidade da gestora de realizar, com independência e prudência, a verificação de riscos e a documentação das premissas adotadas – especialmente quando há alertas concretos de problemas operacionais e de governança.

60. Com efeito, os elementos constantes dos autos revelam que, ainda em 2015, a Interativa já demonstrava preocupação com o uso indevido dos recursos liberados ao empreendimento. Mensagens eletrônicas trocadas por seus representantes àquela apontam suspeitas de desvio de finalidade dos repasses e a necessidade de maior controle na liberação de verbas⁴⁰.

61. Apesar desse histórico, a gestora aprovou a estruturação da 3ª tranche com nova remuneração à Di Matteo, no valor de R\$ 1.280.000,00⁴¹ – equivalente a 16% do valor de face da emissão⁴² –, sem qualquer registro de análise formal sobre os riscos envolvidos ou sobre a adequação dessa escolha ao interesse do fundo. Diante da existência de sinais concretos de problemas operacionais, tal contexto demandava cautelas adicionais, as quais não foram adotadas.

62. As informações constantes dos autos, somadas à ausência de providências compatíveis com o cenário identificado, evidenciam que a decisão foi tomada sem o nível de diligência exigido em situações envolvendo potenciais conflitos de interesses. Mesmo diante de indícios sérios quanto à má destinação de recursos e da participação de parte relacionada na estruturação da emissão, a Interativa não promoveu medidas mínimas de mitigação de riscos, tampouco assegurou a transparência devida perante os cotistas.

⁴⁰ Em e-mail de 01/08/2015, Jorge Farah Elias, ao alertar sobre o histórico do emissor das CCB e a necessidade de rigor na liberação de verbas, afirma que “[a] suposição de desvio de verbas para outra finalidade deve ser uma constante”. Já em e-mail de 01/10/2015, ao sugerir que a liberação de recursos deveria ser feita diretamente na conta do fornecedor de serviço, após a despesa ser comprovada, o acusado pede para “Observar no e-mail que as várias despesas eram absurdas [...] e assim eram negadas se não fossem justificadas” (doc. nº 1716276, p. 8).

⁴¹ Doc. nº 1716276, p. 8.

⁴² Conforme Quadro II de uma das CCB Itacaré Ville da 3ª tranche, a emissão representava R\$ 8.000.000,00, dividida em 16 cédulas de crédito bancário (doc. nº 1716216, p. 1).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

63. Assim, em relação à aquisição das CCB Itacaré Ville, voto pela condenação da Interativa por infração ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004, assim como pela condenação de Jorge Farah Elias pela mesma infração, por restar evidenciado⁴³ seu conhecimento e participação na operação.

Conclusão

64. Os fatos objeto deste PAS ocorreram antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976. Por essa razão, as penalidades a serem aplicadas devem observar o disposto na legislação então vigente, em linha com o art. 116, parágrafo único, da Resolução CVM nº 45/2022⁴⁴.

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

66. De um lado, nos termos do art. 117, inciso XIII, da Instrução CVM nº 409/2004⁴⁵, a quebra do dever de diligência é considerada grave. De outro, constato que a Interativa e Jorge Farah Elias têm bons antecedentes.

⁴³ Na forma de e-mails constantes dos autos, por exemplo.

⁴⁴ Art. 116. [...]. Parágrafo único. O valor máximo da pena de que trata o art. 61, I, e o valor máximo da pena base pecuniária, de que trata o Anexo A, assim como os procedimentos de que tratam os arts. 62, 63, 65, 66 e 67 desta Resolução, não são aplicáveis às infrações praticadas antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, que permanecem sujeitas ao limite de pena pecuniária então vigente.

⁴⁵ Art. 117. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385/76, as seguintes condutas em desacordo com as disposições desta Instrução: [...] XIII – não observância, pelo administrador ou pelo gestor do fundo, dos deveres de conduta de que trata o art. 65-A; [...].



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

67. Assim, com base nas circunstâncias do caso concreto e em linha com precedentes do Colegiado⁴⁶, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, voto por:

- (i) **condenar a Interativa** à multa pecuniária individual no montante de R\$400.000,00, por infração ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004, na aquisição das CCB LCM e das CCB Itacaré Ville; e
- (ii) **condenar Jorge Farah Elias** à multa pecuniária individual no montante de R\$200.000,00, por infração ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004, na aquisição das CCB LCM e das CCB Itacaré Ville.

É como voto.

Rio de Janeiro, 27 de maio de 2025.

Marina Copola

Diretora

⁴⁶ Cf., nesse sentido, o já citado PAS CVM nº 19957.010705/2019-82, que guarda semelhanças com este caso, embora o considere mais grave.