

## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 35/2018-CVM/SRE/GER-3

Rio de Janeiro, 14 de junho de 2018.

Ao SRE

**Assunto: Proposta de Deliberação de Cancelamento de Oferta**  
**Oferta de Distribuição Pública com Esforços Restritos**  
**Debêntures Venture Capital Participações e Investimentos S.A.**  
 Processo nº 19957.003811/2018-29

### I - ORIGEM

- O presente processo foi instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) em 05/04/2018 com o objetivo de investigar e apurar as supostas irregularidades na 1ª emissão, em duas séries, de debêntures da Venture Capital Participações e Investimentos S.A. ("Emissora" ou "Venture"), cuja oferta foi iniciada em 18/08/2017, nos moldes do disposto pela Instrução CVM nº 476/09 ("ICVM 476") que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.
- A referida emissão possui as seguintes características:

<b>Emissora</b>	Venture Capital Participações e Investimentos S.A.
<b>Agente Fiduciário</b>	Vórtx DTVM LTDA.
<b>Estruturador</b>	Reag Investimentos LTDA.
<b>Valor nominal unitário</b>	R\$1.000,00
<b>Quantidade</b>	100 mil debêntures, em duas séries de 50 mil debêntures
<b>Valor total da emissão</b>	R\$100 milhões, em duas séries de R\$50 milhões.

<b>Data de início da oferta da 1ª série</b>	18/08/2017 (doc. SEI 0522655)
<b>Data de início da oferta da 2ª série</b>	Não iniciada
<b>Valor total subscrito (até o presente momento)</b>	R\$ 33.393.454,69
<b>Forma</b>	Nominativa e Escritural
<b>Classe</b>	Simplex
<b>Conversibilidade</b>	Não conversíveis em ações da Emissora
<b>Espécie</b>	Com garantia real e garantia adicional fidejussória
<b>Forma de distribuição</b>	Esforços restritos (ICVM 476)
<b>Data de emissão</b>	18/08/2017
<b>Prazo de vencimento</b>	5 anos
<b>Indexação</b>	IPCA
<b>Remuneração</b>	10% a.a
<b>Pagamento da remuneração</b>	Conforme Escritura aditada de 06/09/2017 (doc. SEI 0516825), após a carência de 24 meses contados da data de emissão, a remuneração das debêntures de cada uma das séries será paga mensalmente pela Emissora juntamente com a Amortização Programada.
<b>Distribuição Parcial</b>	A Escritura aditada de 06/09/2017 (doc. SEI 0516825), não prevê a necessidade de distribuição integral (vide cláusula 3.9.4.7.)

3. Como visto acima, a oferta das debêntures totalizou o valor de R\$ 33.393.454,69, valor bastante inferior ao valor a ser pago pelo terreno e pela área construída onde pretende-se estabelecer empreendimento hoteleiro ("Imóvel") de R\$ 70.000.000,00. Por permitir que a oferta seja mantida ainda que tenha ocorrido a subscrição parcial das debêntures, o investidor fica exposto ao risco de estar vinculado à oferta sem que se tenham condições mínimas para a concretização do empreendimento.

4. As debêntures foram subscritas pelos seguintes fundos no mercado primário (doc. SEI 0479850):

<b>Fundo</b>	<b>Debêntures</b>	<b>Valor R\$</b>	<b>Percentual de Debêntures Colocadas Subscritas</b>
MZL IMA-B (27.385.044/0001-33)	5.440	R\$ 5.585.032,61	16,73%
TMJ FIDC (23.957.507/0001-33)	2.550	R\$ 2.569.060,37	7,84%
TMJ FII (27.212.823/0001-37)	2.841	R\$ 2.941.023,26	8,74%
TMJ IMA-B (13.594.673/0001-69)	21.688	R\$ 22.298.338,45	66,69%
<b>Total</b>	<b>32.519</b>	<b>R\$ 33.393.454,69</b>	<b>100%</b>

5. A investigação das supostas irregularidades envolveu os seguintes participantes:

<b>Entidade</b>	<b>Serviço prestado</b>	<b>CNPJ</b>
Venture Capital Participações e Investimentos S.A.	Emissor e Ofertante	24.241.659/0001-06
Orla DTVM S.A.	Intermediário Líder	92.904.564/0001-77
Vórtx DTVM LTDA.	Agente Fiduciário	22.610.500/0001-88
LFRating	Agência de Classificação de Risco de Crédito	29.511.508/0001-36
MZL IMA-B Fundo de Investimento Renda Fixa	Fundo de Investimento	27.385.044/0001-33
Orla DTVM S.A.	Administrador do Fundo acima	42.066.258/0001-30
TMJ Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Fundo de Investimento	23.957.507/0001-33

Entidade	Serviço prestado	CNPJ
Planner Corretora de Valores S.A.	Administrador do Fundo acima	11.886.095/0001-09
TMJ Fundo de Investimento Imobiliário	Fundo de Investimento	27.212.823/0001-37
Orla DTVM S.A.	Administrador do Fundo acima conforme regulamento anterior à 23/11/2017 (doc. SEI 0498183).	92.904.564/0001-77
GRADUAL CCTVM S.A.	Administrador do Fundo acima conforme regulamento posterior à 23/11/2017 (doc. SEI 0519302).	33.918.160/0001-73
TMJ IMA-B Fundo de Investimento Renda Fixa	Fundo de Investimento	13.594.673/0001-69
Bridge Administradora de Recursos LTDA.	Administrador do Fundo acima	11.010.779/0001-42
TMJ Capital Gestão de Recursos LTDA.	Gestor dos quatro fundos acima	11.886.095/0001-09

6. É importante destacar que a oferta de debêntures da Venture é uma oferta pública de valores mobiliários pela ICVM 476, a qual, por ser automaticamente dispensada de registro, não possui uma análise prévia pelo órgão regulador.

7. Por conta disto, as responsabilidades do ofertante, intermediário líder, agente fiduciário e agência de classificação de risco são ainda mais relevantes para coibir a ocorrência de irregularidades na oferta. Na mesma linha, espera-se que o administrador e o gestor do fundo de investimentos sejam ainda mais prudentes em suas decisões de investimento.

8. Dito isto, para que se concretize uma irregularidade na subscrição de uma oferta pública pela ICVM 476 como a que será demonstrada nesta análise, é necessário que cada um dos regulados relacionados abaixo, conjuntamente, não exerçam seus deveres:

- a) o ofertante não oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores (art. 10 da ICVM 476);
- b) o agente fiduciário não 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, não diligenciando no sentido de que sejam sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tenha conhecimento (inciso V do art. 11 da ICVM 583);
- c) a agência de classificação de risco de crédito não adotar providências para evitar a emissão de classificação de risco de crédito que induza o usuário a erro quanto à situação creditícia do emissor e do ativo financeiro (inciso II do art. 10 da ICVM 521);
- d) o intermediário líder não tomar todas as cautelas 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 (inciso I do art. 11 da ICVM 476); e

e) o administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, não exercerem suas atividades buscando as melhores condições para o fundo, não empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, não atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, não evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida (inciso I do art. 92 da ICVM 555).

## II – FATOS

### II.1 - Da Emissora (ofertante)

9. A Venture Capital Participações e Investimentos S.A. (“Venture” ou “VCI”), CNPJ 24.241.659/0001-06, é uma sociedade anônima de capital aberto, categoria B, cujas operações iniciaram em 23/02/2016. Ela possui sede e foro na cidade de Alfredo Chaves, Estado de Espírito Santo, na Rua Moacyr Saudino, nº 271, Box 39, Centro.

10. Segundo o artigo 3º do Estatuto Social, a Venture tem por objeto social: (i) a atividade de *holding* de instituições não financeiras; (ii) administração e exploração comercial de hotéis, incluindo a construção, implementação e gestão dos respectivos empreendimentos; (iii) administração e exploração comercial de empreendimentos residenciais com serviço, incluindo a construção, implementação e gestão dos respectivos empreendimentos; (iv) exploração comercial de concessões de hotéis em aeroportos, incluindo a construção, implementação e gestão dos respectivos empreendimentos; e (v) construção de edifícios (doc. SEI 0491777 - fl. 4).

11. O quadro societário era constituído por apenas dois sócios, eram eles: o Sr. Fábio Sampaio Neri, detentor de 50% das ações da Venture, e o Sr. Samuel Dias Sicchierolli Júnior, detentor de 50% das ações, de acordo com a Ata de Assembleia Geral Extraordinária realizada em 23/06/2017 (doc. SEI 0516947). Conforme consulta na Receita Federal em 08/04/2018 (doc. SEI 0486271), o Sr. Fábio Sampaio Neri ocupa o cargo de presidente da Companhia e o Sr. Samuel Dias Sicchierolli Júnior o de diretor.

12. A Venture possui registro de companhia aberta na CVM desde 12/12/2017 e, segundo o Sistema Integrado de Participantes da CVM, sua sede é uma caixa (“Box 39”) em uma casa na Rua Moacyr Saudion, Alfredo Chaves, ES, enquanto que seu endereço para correspondência fica na Avenida Paulista, 1079, 7º, São Paulo, SP, o qual foi visitado por inspetores desta Autarquia que apresentaram a seguinte Informação Fiscal (doc. SEI 0496342): *“a recepcionista presente no local informou que o espaço destinado ao 7º andar é administrado por uma empresa denominada “Regus” (regus.com.br), a qual é a sua empregadora. Destacou, ainda, que a Venture é uma cliente da “Regus”, que aluga o espaço eventualmente para tratativas comerciais, e que a pessoa indicada como responsável pela Venture é o Sr. Fabio Sampaio Neri”, o que foi corroborado pelo próprio presidente da Venture posteriormente, “o Sr Fabio, via whatsapp (vide mensagem em anexo 1), informou que é sócio da Venture e que o seu escritório de São Paulo é utilizado para reuniões esporádicas”.*

13. O capital social da Emissora, segundo a última demonstração financeira auditada anterior à oferta (doc. SEI 0496220), era de R\$500,00, dividido em 500 ações ordinárias nominativas, sem valor nominal, totalmente subscritas pelos dois acionistas que integralizaram apenas R\$ 50,00, um valor muito baixo quando comparado com os R\$100.000.000,00 que estavam previstos nas duas emissões de debêntures. Os R\$ 450,00 reais restantes aparecem como integralizados na demonstração financeira de 31/12/2017, portanto, após a realização da oferta.

14. Ativos da empresa: segundo as demonstrações financeiras auditadas da companhia, em dezembro de 2016, última antes da oferta, o único ativo da companhia eram R\$ 50,00 em caixa.

15. Cabe ressaltar que os Srs. Fábio Sampaio Neri e Samuel Dias Sicchierolli Júnior também são sócios da VCI PARTICIPACOES LTDA. (CNPJ: 20.278.095/0001-17), que por sua vez tem participação societária na SBY Equipamentos Ltda. (doc. SEI 0524068). De acordo como o informado no relatório de *rating*, a SBY é a empresa responsável pela implantação de *FF&E* (móveis, luminárias e

equipamentos) no empreendimento hoteleiro Hard Rock – Lagoinha, destinação dos recursos obtidos com a emissão das debêntures, como veremos a seguir.

## **II.2 - Da Emissão**

16. De acordo com o Instrumento Particular de Escritura da 1ª Emissão de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações, Em 2 (Duas) Séries, com Garantia Real e Garantia Adicional Fidejussória, para Distribuição Pública, com Esforços Restritos de Colocação da Venture Capital Participações e Investimentos S.A., (“Escritura de Emissão”), os recursos teriam a seguinte destinação: “(i) aquisição de bens imóveis localizados na Cidade de Paraipaba, Estado do Ceará, Distrito Lagoinha, registrados sob as Matrículas nº 1.068 e 1.280, ambas do Cartório Damasceno Neto (‘Imóveis’); (ii) custeio de todas as despesas decorrentes da Emissão; (iii) para o desenvolvimento e implementação de empreendimento imobiliário nos Imóveis, para futura operação do Hard Rock Hotel na Praia de Lagoinha, Estado do Ceará (‘Empreendimento Hard Rock - Lagoinha’); e (iv) pagamento de prestadores de serviço não diretamente relacionados com as obras do Empreendimento Hard Rock - Lagoinha.”.

17. As debêntures contam com as seguintes garantias, conforme a Escritura da Emissão (doc. SEI 0516825) e o Instrumento Particular de Alienação Fiduciária de Bens Imóveis em Garantia sob Condição Suspensiva e Outras Avenças (Anexo IV do doc. SEI 0509574):

a) Alienação fiduciária de imóveis livres e desembaraçados, de propriedade da Fortalisboa Promoção Imobiliária Ltda. ("Fortalisboa") à época da emissão (matrículas nº 0001280 e 0001068), ambas registradas no Cartório Damasceno Neto, localizados na Praia de Lagoinha s/n, no Município de Paraipaba/CE;

b) Cessão fiduciária dos recursos oriundos da integralização das Debêntures e da Conta Vinculada, bem como promessas de cessão fiduciária de 70% de todo e qualquer recebível decorrente da alienação das unidades do Empreendimento Hard Rock – Lagoinha a serem oportunamente constituídos; e

c) Garantia fidejussória prestada por (i) Fábio Sampaio Neri, brasileiro, casado, portador da Cédula de Identidade RG nº 1.013.856 e CPF/MF nº 042.204.647-78 e por, (ii) Samuel Dias Scchierolli Junior, brasileiro, empresário, casado, portador da Cédula de Identidade RG nº 2007002100369 e CPF nº 777.612.603-97.

18. Em relação ao empreendimento Hard Rock Lagoinha, o laudo de avaliação do terreno do imóvel em garantia feito pela Escala Imobiliária LTDA. (doc. SEI 0496234), empresa contratada pela Venture, relata que o terreno possui cerca de 838.900 m<sup>2</sup>, com topografia plana, em frente ao mar, localizado no Município de Paraipaba, a 100 km de Fortaleza, numa área de grande demanda turística e com diversas atividades comerciais próximas.

19. Contudo, tais informações que compõem o laudo de avaliação e serviram de base para os documentos da oferta, apresentam fragilidades, pois ao verificar as matrículas no RGI (doc. SEI 0515310 e 0515313) dos terrenos que aparecem como destinação dos recursos e garantias, verificou-se uma grande diferença entre a área dos imóveis registrada de 178.701,61 m<sup>2</sup> e a área informada no laudo de avaliação da Escala de 838.865 m<sup>2</sup>.

20. No laudo da Escala Imobiliária LTDA. (“Escala”), citado anteriormente, o valor do preço médio por m<sup>2</sup> do terreno é de R\$65,00, logo eles estimaram o valor do terreno em R\$ 54.526.225,00, enquanto que pela metragem registrada e seguindo o valor estimado por m<sup>2</sup> pelo avaliador, o terreno dado em garantia valeria R\$ 11.615.604,65, uma diferença de R\$ 42.910.620,35. Cabe destacar que, conforme veremos a frente, as informações deste laudo não apenas fizeram parte do material de divulgação da oferta entregue aos potenciais investidores, como também foi replicado no relatório de *Rating* da agência de classificação de risco.

21. Com o intuito de esclarecer a discrepância em relação a metragem no terreno, questionamos a Venture a esse respeito pelo ofício nº 122/2018/CVM/SRE/GER-3, de 24/04/2018, que reconheceu o erro apontado acima conforme sua resposta: “A área avaliada em Maio de 2017, contemplava as matrículas 847 e 1068, (...), que correspondem à área 838.865 m<sup>2</sup> de terreno, esta avaliação foi utilizada

para o relatório de emissão realizado pela LFRating em Agosto de 2017, a aquisição do projeto, foi realizada em Novembro de 2017, contemplou a aquisição do terreno de 178.701,61 m<sup>2</sup> que posteriormente foi unificado em uma única matrícula 2189, anexo 09. Hoje o empreendimento hoteleiro corresponde à área de terreno de 178.701,61, conforme Licença de Instalação nº 48/2017-DICOP/GECON, com validade até 31.10.2020, referente ao Projeto de Implantação do Complexo Turístico denominado "Lagoinha Suítes Resort", situado na Localidade na Praia de Lagoinha, no Município de Paraipaba/CE" (doc. SEI 0509570).

22. Ou seja, os imóveis que são descritos como destinação de recurso e garantia da oferta (matrícula 1068 e 1280, posteriormente unificados sob a matrícula 2180), não possuem as características descritas no relatório de rating e no laudo de avaliação, uma vez que estes documentos foram elaborados, vide resposta da Venture acima, com base nos imóveis de matrículas 847 e 1068.

23. O problema com a metragem do terreno não é o único existente no Laudo da Escala. A área edificada foi avaliada por eles por R\$ 153.819.289,60, sendo que o prédio, segundo o próprio Laudo, trata-se de uma "estrutura de alvenaria de tijolos e concreto inacabada". De acordo com o Laudo, a área edificada seria de 83.597,44 m<sup>2</sup> e o preço por m<sup>2</sup> de construção similar no estado "NOVO" seria de R\$ 2.300,00, com a aplicação de uma depreciação de 20% pelo critério *Ross-Heidecke* que é um método de depreciação utilizado para mensurar a perda da aptidão de servir ao fim que o imóvel se destina, provocando a decadência do valor intrínseco do bem. O valor do m<sup>2</sup> com aplicação do redutor ficou em R\$ 1.840,00.

24. Indagamos à Escala pelo Ofício nº 102/2018/CVM/SRE/GER-3, de 18/04/2018, para que apresentasse detalhadamente os parâmetros utilizados para encontrar a variável "q" (Preço/m<sup>2</sup> de construção similar no estado "NOVO"), em resposta informaram que: "*Variável "Q" foi definida utilizando-se de parâmetros balizadores do mercado da construção civil cearense. Em anexo (anexo 03 e 03B) segue a tabela CUSTOS UNITÁRIOS BÁSICOS DE CONSTRUÇÃO- SINDUSCON/CE. Na tabela de maio/17, é definido o valor de R\$ 1.693,62 por M<sup>2</sup> de imóvel pronto, do mesmo padrão, com algumas exclusões como: Fundações, rebaixamento de lençol freático, equipamentos e instalações. Considerando que o empreendimento está a mais de 100km da capital cearense que o mesmo foi edificado a beira da praia, com fundações e instalações de vias e ruas dimensionadas, avaliamos que em função da localização da obra, onde naturalmente a mão de obra é mais cara, além do custo implícito elevado de frete e transportes de máquinas e equipamentos, o valor de imóvel "NOVO" em sua composição totaliza R\$ 2.300,00/m<sup>2</sup>*" (doc. SEI 0504555).

25. Ao analisar a resposta da Escala, verifica-se que o valor por m<sup>2</sup> para um prédio "pronto" é de R\$ 1.693,62, e que, embora o próprio laudo de avaliação da Escala identifique que o prédio dado em garantia se tratava de uma "estrutura de alvenaria de tijolos e concreto inacabada", ela acabou utilizando em sua avaliação um valor ainda maior, fruto de uma estimativa de R\$ 2.300,00 por m<sup>2</sup> para um prédio "novo", com um redutor de 20% por depreciação, concluindo por uma avaliação de R\$ 1.840,00 por m<sup>2</sup>.

26. A consequência é que o valor atribuído ao imóvel de R\$ 153.819.289,60 acaba sendo uma ficção não baseada em fatos, pois o valor estimado para garantia não condizia com a realidade do imóvel nem naquele momento da oferta, ou em março de 2018, conforme imagem abaixo. Por fim, como veremos a seguir, esta supervalorização do imóvel sem fundamento não foi questionada por nenhum dos participantes da oferta.



**Imagem do prédio em março de 2018 (doc. SEI 0496486)**

27. As conclusões descritas acima podem ser observadas no Registro Geral dos Imóveis, matrículas 0001280 e 0001068 (doc. SEI 0515310 e 0515313):

- a) 23/01/2012 – o terreno matrícula 0001068 tinha uma área de 219.990,68 m<sup>2</sup> e o 0001280 uma área de 50.592,60 m<sup>2</sup>, os dois imóveis de propriedade da Fortlisboa foram constituídos em garantia mediante as cláusulas de CCB's do Banco BVA S.A. n° 000013853111 (R\$10.000.000,00) e n° 000013853/11 (R\$15.000.000,00), totalizando R\$ 25.000.000,00 e R\$ 92,39/m<sup>2</sup>;
- b) O Banco BVA S.A. autorizou a baixa do registro de cédula de alienação em 20/11/2012;
- c) 04/05/2017 – o imóvel matrícula 0001068 teve sua área reduzida para 128.109,01 m<sup>2</sup> e o imóvel matrícula 0001280 permaneceu com sua área de 50.592,60 m<sup>2</sup>, por conta dessa redução, baseando-se no valor do m<sup>2</sup> da avaliação do terreno na alienação fiduciária para o Banco BVA S.A., passaram a ter um valor de R\$ 16.510.241,75 e R\$ 92,39/m<sup>2</sup>;
- d) 09/11/2017 – a Fortlisboa vende os dois imóveis para CCRAS Brasil Construção e Incorporação Imobiliária Ltda. - EPPC ("CCRAS") por R\$ 10.000.000,00, ou seja, R\$ 55,96 / m<sup>2</sup>;
- e) 09/11/2017 – a CCRAS vende os dois imóveis para Venture por R\$ 70.000.000,00, ou seja, R\$ 391,71/ m<sup>2</sup>, quase oito vezes mais caro do que comprou e quase 4 vezes mais caro que a avaliação na garantia para o Banco BVA S.A. De acordo com o Instrumento Particular de Promessa de Compra e Venda de Imóvel Sob Condição Suspensiva e com Obrigações e Garantias Acessórias (doc. 0496233) o pagamento se daria da seguinte forma:
- Sinal: R\$ 6.000.000,00;
  - Parcelas: Saldo parcial de R\$ 54.000.000,00 a serem pagos em 30 parcelas mensais, sendo a primeira 6 meses após o pagamento do sinal, com correção pelo IGPM/FGV; e
  - Saldo Final: R\$ 10.000.000,00 em até 60 meses após o pagamento do Sinal, com correção pelo IGPM/FGV.
- f) 09/11/2017 – Ainda na mesma data, os imóveis foram constituídos em alienação fiduciária em garantia à escritura das debêntures no valor global de R\$ 200.345.499,00, ou seja, R\$ 1.121,11 / m<sup>2</sup>, 20 vezes mais caro do o valor que CCRAS vendeu os imóveis e 12 vezes mais caro que a avaliação na garantia para o Banco BVA S.A..

28. Além do preço por m<sup>2</sup> registrado no Registro Geral de Imóveis ter aumentado 12 vezes em relação ao valor de 2012, outro valor que também se mostra desproporcional, conforme o contrato de compra e venda do terreno estabelecido entre a Venture e a CCRAS Brasil Construção e Incorporação Imobiliária Ltda. – EPP (doc. SEI 0496233, cláusula 2.4), é o valor de R\$ 10.000.000,00 destinado aos custos advocatícios, o que representa 20% dos R\$ 50.000.000,00 da primeira série da oferta.

29. O citado valor de R\$ 10.000.000,00 a ser pago pela Venture, de acordo com o contrato será destinado às sociedades de advogados [REDACTED] da seguinte forma:

- Sinal: R\$ 2.000.000,00 na mesma data e condições de pagamento do Sinal do preço de aquisição (parágrafo 27 acima);
- Saldo Parcial: R\$ 4.000.000,00 nas mesmas datas e condições de pagamento do Saldo Parcial de Aquisição (parágrafo 27 acima);e
- Saldo Final: R\$ 4.000.000,00 em até 60 meses após o pagamento do Sinal, com correção pelo IGPM/FGV.

30. [REDACTED]



31. [REDACTED]

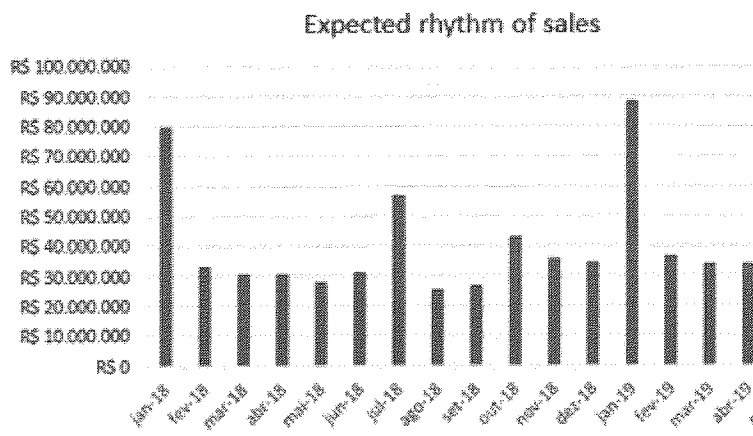
32. Por meio do Ofício nº 122/2018/CVM/SRE/GER-3, de 24/04/2018, solicitamos que a Venture informasse todas as propriedades fracionadas que já foram vendidas no empreendimento desde seu lançamento comercial, com o intuito de avaliar o grau de verossimilhança dos números utilizados no “Estudo de Viabilidade para Hard Rock Hotel & Resort Fortaleza, Fortaleza, Estado do Ceará – Brasil” (doc. SEI 0496230), elaborado pela Horwath HTL S.A., datado de 27/06/2017:

**Previsão de vendas para a comercialização das propriedades fracionadas: Ritmo das vendas**

Meses	Vendas esperadas
1 jan-18	R\$ 79.862.230
2 fev-18	R\$ 33.222.688
3 mar-18	R\$ 30.826.821
4 abr-18	R\$ 30.846.747
5 mai-18	R\$ 28.057.414
6 jun-18	R\$ 31.338.983
7 jul-18	R\$ 56.845.943
8 ago-18	R\$ 25.517.512
9 set-18	R\$ 27.033.404
10 out-18	R\$ 43.196.602
11 nov-18	R\$ 35.939.572
12 dez-18	R\$ 34.730.068
13 jan-19	R\$ 88.570.194

Meses	Vendas esperadas
14 fev-19	R\$ 36.845.201
15 mar-19	R\$ 34.188.095
16 abr-19	R\$ 34.120.941

Meses	Vendas esperadas
17 mai-19	R\$ 31.035.537
18 jun-19	R\$ 34.665.425
19 jul-19	R\$ 32.895.158



Fonte: Grupo WAM "Plano Estratégico Comercial para Comercialização de Hard Rock Hotel & Resort Fortaleza". Junho 2017

© www.horwath-htl.com

8

33. Em resposta, encaminhada em 3 de maio de 2018 (doc. SEI0509570), a Venture informou que a empresa ainda estava em fase pré-operacional, o projeto encontra-se em processo de registro da incorporação e ainda não foi lançado, com previsão de lançamento em julho desse ano.

34. Corroborando o fato das obras estarem atrasadas em relação ao cronograma, é possível verificar que entre o "Relatório da administração 2017", 23/02/2018, (doc. SEI 0527661) e o "Relatório da administração em 31 de março de 2018", 01/05/2018, (doc. SEI 0527664) as obras não avançaram, preservando o mesmo status entre as duas datas, com 65% da Estrutura, 42% da Alvenaria e 22% da Infraestrutura, concluídas.

35. Ou seja, as previsões divulgadas por meio de estudo de viabilidade acerca dos valores vendidos nem mesmo puderam ser avaliadas como razoáveis ou não, uma vez que o cronograma estabelecido não foi respeitado. Ressalta-se que o estudo de viabilidade data de junho de 2017, ou seja,

apenas 7 meses antes do primeiro mês projetado. Desta forma, podemos concluir que o estudo de viabilidade não realizou uma previsão que se provasse factível.

36. Cabe destacar que, conforme veremos a frente, o estudo de viabilidade da Horwath HTL (doc. SEI 0496230) fez parte do material de divulgação da oferta entregue aos potenciais investidores, como também foi analisado e replicado no relatório de *Rating* da agência de classificação de risco.

37. Baseado nas informações apresentadas acima, é possível concluir que a Venture Capital Participações e Investimentos S.A., CNPJ 24.241.659/0001-06 descumpriu o art. 10 da ICVM 476, ao não oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores.

38. Com base no § 1º do art. 10 da ICVM 476, os sócios Fábio Sampaio Neri (presidente), CPF nº 042.204.647-78 e Samuel Dias Scchierolli Junior (vice-presidente), CPF nº 777.612.603-97, também devem ser responsabilizados por infração ao art. 10 da ICVM 476.

39. Entretanto, ainda encontra-se em análise a eventual configuração de infração descrita na Instrução CVM nº 8/79 ("ICVM 8").

### **II.3 - Do Agente Fiduciário**

40. O agente fiduciário da oferta de debêntures da Venture é a Vórtx Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. (Vórtx), CNPJ 22.610.500/0001-88.

41. A ICVM 583 trata do exercício da função de agente fiduciário, e em seu artigo 11 lista deveres daqueles que desempenham tal função. A seguir, transcrição do artigo 11 e de seus incisos I, II e V:

*"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:*

*I – exercer suas atividades com boa fé, transparência e lealdade para com os titulares dos valores mobiliários;*

*II – proteger os direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens;*

*(...)*

*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;"*

42. Considerando os deveres descritos acima, por meio do Ofício nº 89/2018/CVM/SRE/GER-3 de 10/04/2018, intimamos a Vórtx solicitando demonstração detalhada dos procedimentos adotados para verificar a veracidade das informações relativas às garantias e a consistência das demais informações contidas na escritura de emissão, além de informar quais diligências foram adotadas para sanar possíveis omissões, falhas ou defeitos.

43. Segue abaixo a resposta da Vórtx (doc. SEI 0501097):

a) Escritura da debênture: *Alienação fiduciária de imóveis livres e desembaraçados, atualmente de propriedade da Fortalisboa (matrículas nº 0001280 e 0001068), ambas registradas no Cartório Damasceno Neto, localizados na Praia de Lagoinha s/n, no Município de Paraipaba/CE;*

Resposta Vórtx: *"Tal garantia foi devidamente constituída (ANEXO VI – Doc SEI 0501514), conforme Escritura Pública de Compra e Venda e Alienação Fiduciária e respectivas averbações obtidas junto as matrículas para anotação do ônus decorrente da Emissão das Debêntures (ANEXO VII – Doc SEI 0501514)";*

Comentários: Embora o valor da alienação fiduciária dado como garantia na escritura das debêntures da Venture seja muito acima dos valores históricos dos imóveis (vide

parágrafos 19 a 29), a Vórtx, segundo sua resposta, limitou-se a informar que a garantia foi devidamente constituída conforme Escritura Pública de Compra e Venda e Alienação Fiduciária e respectivas averbações obtidas junto às matrículas para anotação do ônus decorrente da emissão das debêntures.

Por conta disto, conclui-se que a Vórtx faltou com sua obrigação de verificar plenamente a veracidade das informações relativas às garantias e a consistência das demais informações contidas na escritura de emissão.

b) *Escritura da debênture: Cessão fiduciária dos recursos oriundos da integralização das Debêntures e da Conta Vinculada, bem como promessas de cessão fiduciária de 70% de todo e qualquer recebível decorrente da alienação das unidades do Empreendimento Hard Rock – Lagoinha a serem oportunamente constituídos; e*

Resposta Vórtx: “Garantia devidamente constituída e formalizada com a obtenção do registro dos respectivos instrumentos junto ao Cartório de Registro de Títulos e Documentos de Alfredo Chaves – ES, sob nº 2.070, fls. 48/51 do Livro B-13” (ANEXO VIII – doc. SEI 0501514);”

Comentários: O fato de a Venture ser uma empresa pré-operacional sem histórico de resultados financeiros não reflete uma posição segura que exponha seu real desempenho. O longo prazo de vencimento da Emissão, o acúmulo de juros no período de carência para pagamento, o fato da única fonte de receita da Venture ser um empreendimento hoteleiro que será construído inicialmente com os recursos oriundos desta captação com as debêntures, geram incertezas quanto ao sucesso da comercialização das cotas de multiproprietários e ao lucro com a exploração do hotel.

Para exemplificar estas incertezas, as projeções de fluxo de caixa previsto ao longo do período de existência das debêntures e elaborado pela REAG, a partir do estudo de viabilidade realizado pela Horwath HTL S.A. (doc. SEI 0496230, pag. 8), estabeleceram a seguinte previsão de venda das propriedades fracionadas (cotas multiproprietários): jan-18 = R\$ 79.862.230; fev-18 = R\$ 33.222.688; mar-18 = R\$ 30.826.821; abr-18 R\$ 30.846.747, totalizando R\$ 174.758.486.

Contudo, ao questionar-se a Venture pelo Ofício nº 122/2018/CVM/SRE/GER-3 de 24/04/2018, para saber quantas propriedades fracionadas realmente tinham sido vendidas nestes quatro meses, eles responderam que “A empresa ainda está em sua fase pré-operacional, o projeto encontra-se em processo de registro da incorporação e ainda não foi lançado, previsão de lançamento em julho desse ano” (doc. SEI 0509570). Ou seja, nada dos 175 milhões de reais de vendas previstas aconteceram.

Diante de tudo que foi exposto acima, não se encontrou na resposta encaminhada pela Vórtx, qualquer menção a realização de alerta aos debenturistas, no momento de aceitar sua função como agente fiduciário, com o intuito de destacar que esta garantia atrelada ao desempenho do próprio emissor acabava perdendo sentido de segurança adicional por não exercer um papel independente frente a potenciais fracos resultados financeiros futuros e conseqüentemente não pagamento da dívida.

c) *Escritura da debênture: Fiança prestada por a) Fábio Sampaio Neri, brasileiro, casado, portador da Cédula de Identidade RG nº 1.013.856 e CPF/MF nº 042.204.647-78 e por, b) Samuel dias Scchierolli Junior, brasileiro, empresário, casado, portador da Cédula de Identidade RG nº 2007002100369 e CPF nº 777.612.603-97.*

Resposta Vórtx: “As fianças foram constituídas no âmbito da Escritura de Emissão, e para sua regular constituição foi submetida a registro em Cartório de Títulos e Documentos, conforme identificados: (3º Cartório de Registro de Títulos e Documentos de São Paulo – SP sob o nº 8979125 e 1º Cartório de Registro de Títulos e Documentos de Fortaleza – CE sob nº 521743). Ainda para devida formalização da fiança, considerando o estado civil dos fiadores, qual seja, casados sob regime de comunhão parcial de bens, foram apostas na Escritura de Emissão a outorga uxória das esposas, anuindo em todos os termos com as obrigações assumidas pelos Fiadores (ANEXO IV e V, respectivamente). Ainda, exemplificando todas as diligências tomadas por este Agente para regular constituição da garantia, solicitamos e obtemos dos fiadores, as respectivas

*Declarações e Imposto de Renda, referente ao exercício 2016, para auferirmos se na data de assinatura, ambos possuíam patrimônio suficiente para, em sendo necessário, adimplir as obrigações garantidas. As posições patrimoniais dos fiadores são positivas, entretanto não cobrem integralmente as Obrigações Garantidas. Ressalvadas as regras de sigilo bancário, informamos que referidas declarações encontram-se em nossos registros e a disposição para consulta”. (grifo nosso)*

Comentários: Questionou-se a Vórtx sobre qual seria o valor positivo da situação patrimonial dos fiadores, através de suas respostas observou-se que o patrimônio de ambos os sócios não cobre nem mesmo 3% do valor total da oferta (doc. SEI 0519102). Diante dessas informações, verifica-se que em caso de inadimplência da Venture, a garantia dos fiadores não terá qualquer efeito prático como instrumento de recuperação de crédito. Mesmo assim, a Vórtx não alertou, no momento de aceitar sua função como agente fiduciário, aos debenturistas sobre a insuficiência desta garantia, faltando com sua diligência.

44. Baseado nas informações apresentadas, é possível concluir que a Vórtx Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda., CNPJ (22.610.500/0001-88) descumpriu o inciso I do art. 11 da ICVM 583, ao não exercer suas atividades com boa fé, transparência e lealdade para com os titulares dos valores mobiliários.

45. Também é possível concluir que a Vórtx descumpriu o inciso II do art. 11 da ICVM 583, ao não proteger os direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários, empregando na função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens.

46. Por fim, a Vórtx também descumpriu o inciso V do art. 11 da ICVM 583, ao não 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.

#### **II.4 - Da Agência de Classificação de Risco**

47. A Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda. (“LFRating”) é uma agência de classificação de risco com registro na CVM. Segundo o Relatório de *Rating*, a emissão das debêntures simples da Venture recebeu, em 23/08/2017, classificação A, a qual refletiria o entendimento sobre a capacidade de pagamento da Emissora medida pelo fluxo dos recebíveis, oriundo dos Contratos de Compra e Venda das unidades imobiliárias do empreendimento hoteleiro.

48. Na escala de classificação da LFRating, a nota A está localizada no grupo Nível Seguro, cuja variação de notas vai de AAA até BBB. A nota A está conceituada nesta escala como sendo de uma emissão com *“boas garantias primárias, secundárias e terciárias, com liquidez menor que às da faixa anterior e valor compatível com o valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. O risco de inadimplência é baixo.”*

49. Abaixo, destacamos trechos do relatório de *rating*:

a) *“LFRating não visitou a Venture, mas participou de reunião realizada em sua sede com o sócio da Empresa e representante da Reag, tendo sido considerada suficiente e satisfatória para o entendimento de questões pendentes. LFRating recebeu documentos (item IX deste Relatório) que permitiram uma visão adequada da estrutura da emissão.”*;

b) *“A garantia real é representada por imóveis avaliados por seu valor de mercado com base em laudo elaborado pela Escala (maio de 2017) em R\$200,4 milhões. No entanto, a carência total de 24 meses de emissão elevará o saldo devedor e criará um possível descasamento natural ao valor de avaliação; Em situação de default, caso o investidor das debêntures decida solicitar a liquidação destes imóveis, muito provavelmente terá que conceder desconto em seu valor de avaliação (que variará em função da velocidade de venda desejada e das condições de liquidez de mercado), existindo o risco de*

insuficiência de garantia real imobiliária para a cobertura do saldo devedor das debêntures.”;

c) *“Apesar das diferenças de localização, categoria e de operadores, o incremento verificado nos últimos anos na oferta de unidades hoteleiras elevará a concorrência deste setor, principalmente na Região Nordeste ainda muito dependente do turismo nacional, apesar da grande divulgação dos atrativos da Região no exterior), sendo que as atuais condições econômicas do País e as perspectivas de maior concorrência para os próximos anos no mercado de empreendimentos hoteleiros e resorts poderão impactar negativamente os resultados previstos para a Venture”.*

50. Considerando o estabelecido pelo art. 15 da ICVM 521 de que os relatórios de classificação de risco de crédito devem ser elaborados em estrita observância aos procedimentos e metodologias adotados pela agência (doc. SEI 0503678), é possível constatar que a nota A (Nesta faixa estão as obrigações que apresentam garantias primárias, secundárias e terciárias que ainda permitem a realização do valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. Risco de inadimplência baixo, mas superior ao da faixa anterior) não é coerente com os regramentos estabelecidos pela LFRating, pois a emissão apresenta problemas em pelo menos seis dos sete macro fatores da sua metodologia, sendo esses:

a) Ambiente Operacional: condições econômicas desfavoráveis e perspectiva de maior concorrência relatado no próprio relatório da LFRating (doc. SEI 0487260) *“as atuais condições econômicas do País e as perspectivas de maior concorrência para os próximos anos no mercado de empreendimentos hoteleiros e resorts poderão impactar negativamente os resultados previstos para a VCI (Venture Capital Participações)”;*

b) Análise do negócio: embora a marca do hotel possa ter apelo comercial, o incremento verificado nos últimos anos na oferta de unidades hoteleiras elevará a concorrência deste setor, reduzindo uma possível vantagem competitiva, pressionando, por exemplo, o preço das diárias e ocupação, além da venda das unidades fracionadas esperadas, conclusão que é inclusive relatada no próprio relatório da LFRating (doc. SEI 0487260): *“o incremento verificado nos últimos anos na oferta de unidades hoteleiras elevará a concorrência deste setor, principalmente na Região Nordeste”;*

c) Qualidade dos ativos: segundo o próprio balanço patrimonial da Venture anterior à emissão (doc. SEI0496220), ela não possuía nenhum ativo;

d) Adequação de capital: por ter um capital social de R\$ 500 dos quais apenas R\$ 50 haviam sido integralizados, com a captação de recursos prevista na emissão das duas séries das debêntures de R\$ 100.000.000 (cem milhões), é possível observar o desequilíbrio entre o capital próprio e o de terceiros, com o capital de terceiros representando 99,99995% do capital total da empresa;

e) Análise Financeira: por ser uma empresa em estágio inicial, não existe um histórico financeiro para avaliar, por exemplo, a capacidade de geração de caixa, o que traz ainda mais insegurança sobre a capacidade de pagamento da dívida; e

f) Resultados: por ser uma empresa em estágio inicial, não existem resultados como lucros históricos, composição das despesas ou outros.

51. Outro ponto importante é que a LFRating ao estabelecer em seu relatório que (doc. 0487260, pg. 8) *“A classificação A atribuída à presente emissão reflete o entendimento de LFRating sobre o risco de crédito da operação, tomando por base o perfil da VCI, as garantias compostas no âmbito de uma operação estruturada”* atribui um peso relevante à existência de garantias para justificar a nota A (Risco de inadimplência baixo).

52. Observa-se que a LFRating baseou sua nota primordialmente na qualidade das garantias estabelecidas e não em indicadores como a capacidade e previsibilidade de geração de caixa, nível de endividamento, qualidade dos ativos da emissora, análise do negócio, entre outros.

53. Contudo inadimplência significa o não pagamento, até a data do vencimento, de um compromisso financeiro. As garantias são um mecanismo de recuperação de crédito, com todos os riscos legais e de execução existentes. Ou seja, a LFRating erroneamente misturou os conceitos de inadimplência e recuperação de crédito na sua classificação de crédito.

54. Cabe realçar que o investidor realiza investimentos primordialmente com a expectativa de receber o principal e juros no prazo estabelecido e não na possibilidade de recuperação do crédito pela execução de uma garantia, logo as informações apresentadas desta forma no relatório da LFRating apenas servem para induzir o usuário do relatório de classificação de risco ao erro quanto à situação creditícia de um emissor ou de um ativo financeiro.

55. Por meio do Ofício nº 109/2018/CVM/SRE/GER-3 de 24/04/2018, a LFRating foi questionada quanto à incoerência entre a metodologia adotada pela agência de classificação de risco e a nota atribuída para emissão da Venture, além disso questionamos também, considerando a obrigação estabelecida pelo inciso I do art. 10 da ICVM 521 de que a agência de classificação de risco de crédito deve evitar a emissão de qualquer classificação de risco de crédito que contenha declarações falsas, quais foram as providências adotadas pela LFRating para certificar as informações existentes nas garantias e apresentadas no relatório de emissão da Venture, especialmente:

- Metragem do terreno de 838.864,76 m<sup>2</sup>;
- Avaliação da garantia física: R\$ 153,8 milhões (área edificada) e R\$ 54,5 milhões (terreno), totalizando R\$ 200,4 milhões;
- Razoabilidade do fluxo projetado de recebimentos e pagamentos oriundos das projeções de fluxo de caixa previsto ao longo do período de existência das debêntures e elaborado pela REAG, a partir do estudo de viabilidade realizado pela Horwath HTL S.A., especialmente a previsão de venda das propriedades fracionadas.

56. Em sua resposta, informaram que:

*“LFRating recebeu o laudo de avaliação realizado pela Escala Empreendimentos Imobiliários Ltda. em 04.mai.2017, utilizando o Método Comparativo de Dados de Mercado (imóveis com mesmas características intrínsecas e extrínsecas) e do Custo de Reprodução de Benfeitorias. Esta empresa consta como responsável pela avaliação dos imóveis disponibilizados como garantia de operação de Debêntures (DBS), conforme destaca no Instrumento Particular de Alienação Fiduciária de Bens Imóveis em Garantia, assim como pelas atualizações previstas ao longo do período de existência da DBS. Deve-se comentar que este mesmo instrumento prevê que, no caso da VCI optar pela troca do avaliador, empresas de renome e marcas consolidadas no mercado como Coillers International, Aproval Avaliações, Cushman & Wakefield, Janes Lang Lasalle e CB Richard poderão ser nomeadas, demonstrando a avaliação satisfatória da Escala.*

*Mas durante o processo de elaboração de rating, LFRating também recebeu um segundo laudo de avaliação, realizado pelo Arquiteto Urbanista [REDACTED] em 19.mai.2017, apresentando valor de terreno e edificações de R\$ 209,2 milhões, muito próximo da avaliação de R\$ 200,4 milhões realizada pela Escala. (...)*

*Por questão de conservadorismo e por ser uma empresa formalizada e relacionada na documentação da operação de emissão de DBS, adotamos como referência de dados, o menor valor da avaliação, que foi exatamente o emitido pela Escala.*

*Também foram avaliadas informações encaminhadas pelo estruturador da operação e relacionadas com o preço médio de mercado m<sup>2</sup> de resorts já existentes no Brasil, quando foi possível constatar a coerência de informações se confrontadas com as originárias do Empreendimento com a bandeira Hard Rock Hotel e suas características diferenciadas.”(...)*

*“Conforme o fluxo projetado de recebimentos e pagamentos que recebemos oriundos das projeções de fluxo de caixa previsto ao longo do período de existência da BDS, as estimativas de vendas de apartamentos, chalés e casas foram baseadas em Estudo de Viabilidade para o Resort Hard Rock e realizado pela Horwarth HTL, utilizando, como premissas, o valor médio (R\$/m<sup>2</sup>) por cada perfil de unidade fracionada (...), velocidade de venda (jan.18 a jul.19), venda de 80% das unidades (sendo 20% disponibilizadas como reserva operacional), possível taxa de inadimplência dos pagamentos parcelados e previstos em 36 vezes (apartamentos) e 60 vezes para chalés e casas, além dos prazos previstos para o início das vendas das unidades (...)*

*As demais premissas utilizadas pela Horwarth estão relacionadas com as estimativas de receitas oriundas de ocupação média das futuras unidades hoteleiras, valor médio das diárias, receitas com alimentação e bebidas (...)*

*É importante comentar que LFRating confrontou as premissas elaboradas pela Horwarth com diversos cenários de estresse (resultado operacional previsto para o primeiro ano de atividade do empreendimentos, preço por m<sup>2</sup>, início e tempo total previsto das vendas, início das obras, taxa de inadimplência, custos, despesas, entre outras).*

*A partir destas simulações, foi possível a constatação por parte de LFRating da suficiência de caixa para fazer frente ao pagamento das PMT das DBS, considerando que os recursos oriundos da captação das DBS, das vendas de unidades fracionadas e de operações hoteleiras serão destinadas, prioritariamente, para aquisição de terrenos e no desenvolvimento do empreendimento (sendo mantidos em Conta Vinculada – CV ao longo do período de existência da operação, conforme estabelecidos em documentos relacionados com a estrutura da emissão), assim como para fazer frente ao cumprimento do cronograma físico-financeiro do resort (considerando possíveis fatores de risco como atrasos no início das obras, velocidade de vendas de unidades fracionadas abaixo do previsto, atraso no início das operações hoteleiras e baixa taxa de ocupação).”*

*“A estruturação da operação de emissão de DBS estabelece garantias documentadas como alienação fiduciária de imóveis livres e desembaraçadas (avaliados pela Escala), cessão fiduciária de recebíveis e da Conta Vinculada (centralizadora da integralização de DBS e dos recebíveis), além de garantia fidejussória dos sócios da VCI. Também estabelece o cumprimento de covenants financeiros e demais condições de vencimento antecipado.*

*A nota de rating estabelecida pela LFRating reflete, de forma abrangente, a avaliação dos fatores de risco que possam inviabilizar o pagamento principal e juros no prazo estabelecido pela operação e na moeda combinada, sendo que as garantias estruturadas não seriam apenas utilizadas em situações de default como mecanismo de recuperação de crédito após possíveis inadimplências, mas sim como principal instrumento de viabilidade para o pagamento dos compromissos das DBS. O conjunto de garantias, sejam líquidas, reais ou simplesmente amenizadores de risco, são as mais fundamentais em uma operação estruturada, muito mais que a própria condição financeira da empresa, o que na verdade é uma das razões do desenvolvimento deste tipo de operação, aumentar o seu grau de blindagem.*

*Como pode ser visto nos Fundamentos da Nota de rating, fatores de risco foram identificados e analisados como o atual estágio da VCI (sem histórico operacional e financeiro suficientes para fazer frente aos compromissos atuais e futuros da operação de emissão de DBS quando da avaliação de suas informações), aspectos mercadológicos e relacionados com a concorrência de outros estabelecimentos hoteleiros similares (podendo impactar as premissas utilizadas para a viabilidade do Empreendimento), assim como as atuais condições econômicas do País (podendo influenciar o ritmo de comercialização previsto das unidades fracionadas).*

*A partir da metodologia adotada na avaliação de riscos, LFRating considerou estes fatores de risco, o prazo de carência das DBS e a qualidade de cada um dos agentes envolvidos com a operação (agente fiduciário, monitorador e gestor de obras, avaliador de imóveis, administrador de Conta Vinculada – Inicialmente Banco Itaú S.A. e conforme Escritura aditada datada de 16/08/2017 passou a ser o Banco Arbi S.A. - , agente de pagamento, consultor jurídico, entre outros) e concluiu que a nota estabelecida de rating refletiu a blindagem que a estruturação agrega à operação, quanto aos riscos identificados.”*

57. Como visto, a LFRating reitera a importância das garantias estabelecidas na oferta como ponto principal na elaboração ao laudo de avaliação produzido. A esse respeito vale a pena observar mais detidamente tais garantias, quais sejam:



a) *A alienação fiduciária de imóveis com matrículas nº 1280 e 1068;*

Comentários: O relatório de *rating* de avaliação, a Escritura da emissão e o Instrumento Particular de Alienação Fiduciária, se referem aos imóveis com as matrículas nº 1280 e 1068 como os imóveis que compõem parte da garantia. O relatório de *rating* informa ainda que a área total dos imóveis é de 838.865 m<sup>2</sup> com 83.597 m<sup>2</sup> de área construída, totalizando R\$ 200,4 milhões.

Entretanto, ao consultar as citadas matrículas no RGI, percebemos que as duas matrículas, posteriormente unificadas sob o número 2189, possuíam (na época da confecção do relatório de *rating* e da TMJ) área total de apenas 178.701,61 m<sup>2</sup>.

Aparentemente, tal discrepância não chamou a atenção da LFRating, dando a entender que o que houve foi apenas a reprodução de uma informação equivocada no relatório.

Ao questionarmos a Venture a esse respeito, obtivemos a informação (bastante imprecisa) de que a área de 838.865 m<sup>2</sup> avaliada pela LFRating dizia respeito às matrículas nº 847 e 1068 (ainda que os dados do RGI não concordem com a informação prestada fica clara a inexistência das informações prestadas e utilizadas pela LFRating em seu relatório).

Adicionalmente, fragilidades também foram percebidas na avaliação da área construída do terreno, que também faz parte da garantia. A partir das informações prestadas pela Escala, nota-se que partindo de um valor por m<sup>2</sup> para um prédio “pronto” de R\$ 1.693,62, embora o próprio laudo de avaliação da Escala identifique que o prédio dado em garantia se tratava de uma “estrutura de alvenaria de tijolos e concreto inacabada”, a Escala acabou utilizando em sua avaliação um valor ainda maior, fruto de uma estimativa de R\$ 2.300,00 por m<sup>2</sup> para um prédio “novo”, com um redutor de 20% por depreciação, concluindo por uma avaliação de R\$ 1.840,00 por m<sup>2</sup>.

O que queremos evidenciar é que a garantia informada no relatório de *rating*, utilizado na oferta, não condiz com a realidade. O investidor é levado a crer que possui em garantia um terreno muito maior, e portanto de maior valor financeiro do que realmente possui.

b) *Cessão fiduciária dos recursos oriundos da integralização das Debêntures e da Conta Vinculada, bem como promessas de cessão fiduciária de 70% de todo e qualquer recebível decorrente da alienação das unidades do Empreendimento Hard Rock – Lagoinha a serem oportunamente constituídos; e*

Comentários: Esta garantia atrelada ao desempenho do próprio emissor acaba perdendo sentido de segurança adicional por não exercer um papel independente frente a potenciais fracos resultados financeiros futuros e conseqüentemente não pagamento da dívida.

c) *Garantia fidejussória tendo como fiadores os Srs. Fábio Sampaio Neri e Samuel Dias Sicchierolli Junior, sócios da VCI.*

Comentários: O valor disponível em patrimônio dos dois fiadores não chega a 3% do valor total da oferta, R\$ 100.000.000,00.

58. Baseado nas informações apresentadas, é possível concluir que a LFRating descumpriu o art.15 da ICVM 521, ao não elaborar os relatórios de classificação de risco de crédito em observância aos procedimentos e metodologias adotados pela agência.

59. Também se verifica o descumprimento ao inciso I do art. 10 da ICVM 521 pois o relatório de classificação de risco de crédito contém declaração falsa no que diz respeito à metragem do terreno relativa aos imóveis com matrícula nº 0001280 e 0001068, ambos registrados no Cartório Damasceno Neto.



60. Por fim e mais grave, conclui-se pelo descumprimento do inciso II do art. 10 da ICVM 521, uma vez que o relatório de classificação de risco de crédito da emissão da Venture produzido pela LFRating com uma nota de crédito artificialmente otimista e desconectada dos parâmetros de mercado e da própria metodologia da agência de *rating* induz o usuário a erro quanto à situação creditícia do ativo financeiro.

61. Com base no inciso III, do artigo 3º da ICVM 521, a administradora Sra. Maria Christina Tavares Maciel, CPF: 667.431.097-20, também deve ser responsabilizada por infração ao inciso II do art. 10 da ICVM 521.

## **II.5 - Da Intermediária Líder**

62. O intermediário líder responsável pela oferta das debêntures da Venture é a Orla DTVM S.A., CNPJ 92.904.564/0001-77.

63. A ICVM 476 dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Em seu artigo 11 estão descritos os deveres do intermediário líder das ofertas que se enquadram à ICVM 476, abaixo transcreve-se os incisos I e II do artigo 11:

*“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;*

*II – divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores;”*

64. Ainda na mesma instrução, no §2º do artigo 7º-A da ICVM 476, estão enumeradas as informações que devem ser mantidas em lista pelo intermediário líder, são elas:

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

*I – o nome das pessoas procuradas;*

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

*III – a data em que foram procuradas; e*

*IV – a sua decisão em relação à oferta.”*

65. Após Solicitação de Inspeção (SOI Nº 1/2018-CVM/SRE/GER-3 – doc. SEI 0461611) realizada pela SRE, a SFI realizou visita à Orla DTVM S.A. com o intuito de verificar as obrigações do intermediário líder para ofertas adquiridas em sua maioria por fundos de investimento cujos cotistas sejam RPPS ou EFPC, entre elas a da Venture.

66. Como resultado final, a SFI gerou os documentos RAF (Registro de atividade de Fiscalização) e REI (Relatório de Inspeção). Abaixo estão transcritos pontos de maior relevância do REI (doc. SEI 0517463):

### **“CAPÍTULO 1 - ESTRUTURA FUNCIONAL E FÍSICA**

No organograma apresentado pela Orla (Documento SEI 0486938) figura uma área de distribuição sob a responsabilidade da Sra. Lúcia Cristina Rodrigues Pinto, que também responde pela Instrução CVM nº 505/2011, conforme consulta realizada no sistema de cadastro da CVM (Documento SEI 0492808).

No entanto, durante os trabalhos de campo os Srs. [REDACTED] (Gerente de Administração Fiduciária) e [REDACTED] (Diretor Administrativo e Financeiro) informaram que a inspecionada não realiza mais a atividade de distribuição de ofertas desde 03.11.2017, quando o Sr. [REDACTED], antigo responsável pela atividade, foi desligado da instituição e ainda, que a Área de Distribuição representada no organograma

apresentado não inclui as atividades de distribuição de ofertas. Além disso, cabe ressaltar que esta Fiscalização constatou que a Sra. Lúcia Cristina Rodrigues Pinto, que participou somente da reunião de abertura dos trabalhos de campo sem demonstrar conhecimento do processo de distribuição de ofertas (atua) na Orla pelas seguintes diretorias: administrativa, controles internos, ouvidoria, risco e operações.

## CAPÍTULO 2 - DAS DILIGÊNCIAS ADOTADAS PELO INTERMEDIÁRIO LÍDER

(...)

Ao ser questionada sobre os procedimentos adotados para atender a este dever (ARTIGO 11 da ICVM 476), a Orla listou em e-mail encaminhado em 27.03.2018 (Documento SEI 0477868), os procedimentos transcritos abaixo:

A Orla é convidada a prestar o serviço de Coordenador Líder, através do Estruturador contratado pela Emissora. Recebemos a Escritura aprovada pela B3-Segmento Cetip UTVM, verificamos os parceiros contratados, Emissora, Agente Fiduciário, Banco Mandatário, Banco Liquidante e as garantias aprovadas pelo Agente Fiduciário.

Após liberação pela B3-Segmento Cetip UTVM, seguimos com registro operacional do IF (Instrumento Financeiro) no cadastro de Valores Mobiliários na Cetip e código ISIN na B3, após esta etapa a B3-Segmento Cetip UTVM libera o ativo para comercialização na plataforma MDA CETIP21.

Aguardamos a manifestação do cliente através do Gestor, iniciamos a operação na plataforma, confirmamos o PU do dia no Agente Fiduciário, o Banco mandatário confirma o depósito das garantias junto ao Agente Fiduciário, a liquidação é finalizada quando o Banco liquidante do comprador finaliza a liquidação financeira na plataforma e o Banco mandatário envia o recurso para a conta emissora.

Vale ressaltar que, a Sra. [REDACTED] (Supervisora de *Compliance*) esclareceu por e-mail (Documento SEI 0492759) que realiza consulta ao SERASA dos sócios da emissora, no entanto afirma que a Orla não dispõe de evidências das consultas realizadas para as ofertas objeto desta inspeção, uma vez que "as mesmas eram realizadas e arquivadas pelo Sr. [REDACTED]".

Esta Fiscalização constatou que a elaboração dos documentos listados a seguir, usualmente produzidos na emissão de debêntures, não faz parte dos procedimentos adotados pela Orla para assegurar as informações prestadas pelo emissor.

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

No que diz respeito às debêntures de emissão da Venture Capital, em inspeção presencial, a Orla forneceu um documento intitulado "ANÁLISE DO ATIVO – DEBÊNTURES SIMPLES" (doc. SEI 0488386). Apesar de o documento apresentar identidade visual da Orla, a Sra. [REDACTED] informou que o mesmo teria sido produzido pelo escritório [REDACTED].

No entendimento desta Fiscalização, a precariedade dos procedimentos adotados indica descumprimento ao artigo 11, inciso I da Instrução CVM nº 476/2009.

Ainda em seu artigo 11, no inciso II, a Instrução CVM nº 476/2009 prevê como dever do intermediário líder "divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores". Esta Fiscalização constatou que a inspeccionada não atende a este dispositivo, uma vez que durante reunião realizada em 27.03.2018, os Srs. [REDACTED] e [REDACTED] declararam que a Orla não possui procedimentos para identificação de eventuais conflitos de interesse nas ofertas para as quais desempenha a função de intermediário líder.

(...)

## CAPÍTULO 4 - DOS ESFORÇOS DE VENDA DAS OFERTAS

Durante os trabalhos de campo, a Sra. [REDACTED] informou que a Orla não dispõe de relação de potenciais investidores procurados para as ofertas objeto desta inspeção, tampouco mantém atualmente evidências de contatos realizados com os investidores procurados uma vez que o Sr. [REDACTED] desligado em 03.11.2017, teria levado consigo toda a documentação relacionada com essas atividades. A inspecionada encaminhou por e-mail (Documento SEI 0477868) uma lista de reuniões realizadas em sua sede no Rio de Janeiro com gestores com os quais mantinha relações comerciais. Para as reuniões listadas não foram elaboradas atas ou registrados controles de presença.

No entendimento desta Fiscalização, a inspecionada não está satisfatoriamente aderente ao §2º do artigo 7º-A da Instrução nº 476/2009.

Ademais, a Orla informou que o Sr. [REDACTED] funcionário responsável pela captação de investidores e distribuição de ofertas, foi desligado da empresa em 03.11.2017 e que, a partir desta data, as atividades referentes à distribuição de ofertas foram suspensas, conforme mencionado no Capítulo 1. Ao ser questionada por esta Fiscalização sobre aquisições de debêntures da EBPH e da VCI posteriores a 03.11.2017 (Tabela 2), esclareceu por e-mail (Documento SEI 0489375) que:

Com relação ao informado pelos Srs. [REDACTED] e [REDACTED] o Sr. [REDACTED] era o único profissional responsável pela contratação e Coordenação Líder de novas ofertas e após o seu desligamento não fora contratado nenhuma nova oferta.

As ofertas da EBPH e VCI foram oferecidas ao possíveis investidores em respectivas reuniões de apresentação, EBPH em 13/06/2016 e VCI em 11/08/2017, após desligamento do Sr. Luiz em 03/11/2017, a distribuição das ofertas ainda em andamento, continua sendo realizada de acordo com a demanda do investidor.

Por último, como as ofertas de emissão da EBPH e Venture se encontram em andamento, conforme comunicados parciais extraídos do sistema CVMWeb (Documentos SEI 0485022 e 0485100), esta Fiscalização solicitou à inspecionada evidências de que a procura por investidores continua ocorrendo. A inspecionada não apresentou as evidências solicitadas, mencionando mais uma vez que após o desligamento do Sr. [REDACTED] da empresa a Orla teria suspenso as atividades referentes à captação e distribuição de ofertas. (...)”

67. Como visto a partir da leitura dos trechos destacados acima, alguns pontos apontam evidências de que a Orla não atuou devidamente, como dispõe a ICVM 476, são eles:

- a) a responsável pela área de distribuição da Orla DTVM S.A., Sra. Lúcia Cristina Rodrigues Pinto, não demonstrou conhecimento do processo de distribuição de ofertas, além de acumular a responsabilidade das seguintes diretorias: administrativa, controles internos, ouvidoria, risco e operações;
- b) foi informado que a Orla DTVM S.A. não realiza mais a atividade de distribuição de ofertas desde 03.11.2017, quando o Sr. [REDACTED] antigo responsável pela atividade, foi desligado da instituição mesmo tendo ocorrido subscrições das debêntures da Venture após esta data.
- c) Esta afirmação não condiz com a realidade, tendo em vista que a Gerência de Registros – 2 (GER-2) recebeu entre documentos relativos à uma oferta de contratos de investimento coletivos (Processo SEI 19957.004496/2018-57), o Instrumento Particular de Coordenação de Colocação da Primeira Emissão de Contratos de Investimento Coletivo em Unidades do Empreendimento Imobiliário Alto Rio Preto Residencial, Para Distribuição Pública, da LGT HUB Participações S/A. (doc. SEI 0517987), datado de 28/02/2018, assinado pela Orla DTVM S.A., na qualidade de Coordenador Líder;
- d) a Orla DTVM S.A. não conseguiu comprovar a realização de consulta ao SERASA a respeito dos sócios da emissora;
- e) A Orla declarou não possuir procedimentos para identificação de eventuais conflitos de interesse nas ofertas para as quais desempenha a função de intermediário líder, ou seja, não cumpre o estabelecido no artigo 11, inciso II, da ICVM 476. Sobre esse ponto,

é importante destacar que a Orla atuou também como Administradora de dois dos fundos que subscreveram as debêntures da Venture;

f) A Orla não possuía a relação de potenciais investidores procurados para as ofertas objeto desta inspeção, tampouco mantinha evidências de contatos realizados com os investidores procurados; e

g) De acordo com a Orla a oferta foi oferecida por meio de reuniões de apresentações. Contudo, para tais reuniões não foram elaboradas atas ou registrados controles de presença.

68. Embora a Orla afirme ter realizado *due diligence* (doc. SEI 0488386) na oferta da Venture, o relatório elaborado não enfrentou questões relevantes como: (i) uma grande diferença entre a área registrada dos imóveis dados em garantia de 178.701,61 m<sup>2</sup> e a área usada na avaliação do terreno de 838.865 m<sup>2</sup>; (ii) o valor por m<sup>2</sup> para um prédio “pronto” ser de R\$ 1.693,62, enquanto a avaliação do prédio dado em garantia, uma “*estrutura de alvenaria de tijolos e concreto inacabada*”, foi de R\$ 1840,00 por m<sup>2</sup>; (iii) o preço por m<sup>2</sup> registrado no Registro Geral de Imóveis ter aumentado 12 vezes em relação ao valor de 2012; (iv) o valor de R\$ 10.000.000,00 destinado aos custos advocatícios, o que representa 20% dos R\$ 50.000.000 da primeira série da oferta entre outros detalhados anteriormente dos parágrafos 19 a 29.

69. No caso em tela, os elementos de prova colhidos apontam que a Orla não procedeu devidamente no que diz respeito à observação de conflito de interesses, enquanto atuava tanto na ponta ofertante como na ponta de adquirente da oferta de debêntures da Venture. Razão pela que consideremos que a ela deva ser imputada a infração ao disposto no inciso II do artigo 11 da ICVM 476.

70. Ademais, não foram apresentado de maneira satisfatória lista contendo as informações dos investidores procurados conforme determina o §2º do artigo 7º-A da ICVM 476.

71. Por fim, com as informações obtidas também restou clara a inobservância do inciso I do artigo 11 da ICVM 476, uma vez que a Orla faltou com o devido zelo e cuidado necessários na análise da Emissão.

### **III – CONSULTA**

72. Segundo a alínea "a" da RESOLUÇÃO do CMN Nº 702, considera-se situação anormal de mercado, para os fins do § 1º do art. 9º da Lei nº 6.385, de 07.12.76, quando se verificarem indícios fundados de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, de manipulação de preço, de realização de operações fraudulentas ou de uso de práticas não equitativas, nos termos definidos por ato da CVM.

73. Conforme apresentado anteriormente, a 1ª emissão, em duas séries, de debêntures da Venture Capital Participações e Investimentos S.A., CNPJ 24.241.659/0001-06, cuja oferta foi iniciada em 18/08/2017, pode ser caracterizada como uma situação anormal de mercado. Entendemos que as irregularidades apontadas estão vinculadas à própria estrutura da oferta, não sendo passíveis, desta forma, de saneamento. Sendo assim, propõe-se o encaminhamento do presente Memorando à Procuradoria Federal Especializada da CVM (PFE), solicitando sua manifestação em relação ao cancelamento da respectiva Oferta de Esforços Restritos, na forma do inciso II, do § 1º do art. 9º da Lei nº 6.385 (conforme minuta de Deliberação em anexo - doc. SEI 0538067).

74. Por fim, informamos que, sem prejuízo da medida aqui proposta, continuaremos com os trabalhos de apuração das irregularidades mencionadas, bem como de eventuais infrações à ICVM 8 ou outras futuramente identificadas.

Atenciosamente,

Rodrigo Camargo

Analista

Geraldo Pinto de Godoy Junior

## Gerente de Registro - 3

De acordo, à PFE.

Dov Rawet

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários



Documento assinado eletronicamente por **Rodrigo de Santana Villalba Camargo, Analista**, em 15/06/2018, às 16:07, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Geraldo Pinto de Godoy Junior, Gerente**, em 15/06/2018, às 16:10, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 15/06/2018, às 16:38, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0537497** e o código CRC **955C4632**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0537497** and the "Código CRC" **955C4632**.*