



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

#### SUMÁRIO

PROCESSO			ÁREA	ACUSAÇÃO / IRREGULARIDADE	PARECER DO CTC
1)	PAS	19957.008816/2018-48	SRE / SIN	Infração ao art. 10, II, da Instrução CVM nº 521/12	REJEIÇÃO
2)	PAS	19957.010958/2018-75	SRE / SIN		REJEIÇÃO
3)	PAS	19957.008143/2018-26	SRE / SIN		REJEIÇÃO
4)	PA	19957.007904/2019-11	SPS		REJEIÇÃO
5)	PA	19957.006702/2019-44	SPS		REJEIÇÃO
6)	PA	19957.004801/2018-19	SRE		NÃO CONHECIMENTO
7)	PA	19957.002813/2019-81	SIN		NÃO CONHECIMENTO
8)	PA	19957.006871/2018-01	SIN		NÃO CONHECIMENTO
9)	PA	19957.007913/2019-02	SIN		NÃO CONHECIMENTO
10)	PA	19957.004658/2019-38	SIN		NÃO CONHECIMENTO
11)	PA	19957.006298/2018-28	SRE		NÃO CONHECIMENTO

#### PROPONENTES:

**ARGUS CLASSIFICADORA DE RISCO DE CRÉDITO LTDA** (atual denominação da LFRating) e **MARIA CHRISTINA TAVARES MACIEL**.

#### PROPOSTA:

As PROPONENTES se comprometem a assumir obrigação pecuniária individual no valor de R\$ 30.000,00 (trinta mil reais), em parcela única, o que resulta no montante de R\$ R\$ 60.000,00 (sessenta mil reais) para o encerramento dos 11 (onze) processos acima, e propõem, ainda, (ii) o afastamento definitivo de (a) ARGUS CLASSIFICADORA DE RISCO DE CRÉDITO LTDA. (LF Rating) do mercado de valores mobiliários e (b) MARIA CHRISTINA TAVARES MACIEL de atividade de direção de Agência de Classificação de Risco de Crédito.

#### PARECER GLOBAL DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI 19957.008816/2018-48**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI 19957.010958/2018-75**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI 19957.008143/2018-26**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI 19957.007904/2019-11**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI 19957.006702/2019-44**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI 19957.004801/2018-19**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI 19957.002813/2019-81**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI 19957.006871/2018-01**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI 19957.007913/2019-02**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI 19957.004658/2019-38**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI 19957.006298/2018-28**

## **RELATÓRIO**

1. Trata-se de **PROPOSTA CONJUNTA E GLOBAL DE TERMO DE COMPROMISSO** apresentada por **ARGUS CLASSIFICADORA DE RISCO DE CRÉDITO LTDA.** (doravante denominada "ARGUS"), atual denominação da LFRating, na qualidade de agência de classificação de risco, e sua administradora, **MARIA CHRISTINA TAVARES MACIEL** (doravante denominada "MARIA MACIEL"), nos autos dos Processos Administrativos Sancionadores ("PAS") SEI 19957.008816/2018-48, PAS SEI 19957.010958/2018-75 e PAS SEI 19957.008143/2018-26, instaurados, em conjunto, pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE") e pela Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais ("SIN"); nos Processos Administrativos ("PA") SEI 19957.007904/2019-11 e PA SEI 19957.006702/2019-44, instaurados pela Superintendência de Processos Sancionadores ("SPS"); no PA SEI 19957.004801/2018-19, instaurado pela SRE; e nos PA SEI 19957.002813/2019-81, PA SEI 19957.006871/2018-01, PA SEI 19957.007913/2019-02 e PA SEI 19957.004658/2019-38, instaurados pela SIN.

2. Com o objetivo de facilitar a compreensão dos fatos e demais elementos referentes aos casos específicos, o presente Relatório foi dividido em Seções.

### **SEÇÃO 1 - PAS CVM SEI 19957.008816/2018-48<sup>[1]</sup>**

#### **DA ORIGEM**

3. O Termo de Acusação originou-se do Processo 19957.003811/2018-29, que teve por objeto apuração de possíveis irregularidades na 1ª emissão, em duas séries, de debêntures da VCPI S/A ("Oferta"), realizada nos moldes do disposto na Instrução CVM nº 476/09<sup>[2]</sup> ("ICVM 476"), que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.

#### **DOS FATOS**

4. O processo foi instaurado pela SRE em 05.04.2018, com o objetivo de apurar possíveis irregularidades na Oferta iniciada em 18.08.2017 (1ª série).

5. Conforme a SIN e a SRE, foram emitidas 100 mil debêntures simples com garantia real e garantia adicional fidejussória, e valor nominal unitário de R\$

1.000,00 (mil reais), em duas séries de 50 mil debêntures (a 2ª série foi cancelada), correspondendo ao valor total de emissão de R\$ 100 milhões, em duas séries de R\$ 50 milhões.

6. De acordo com a SIN e a SRE, das 50.000 debêntures ofertadas pela VCPI S/A (“Emissora” e “Ofertante”) na primeira série, 33.165 foram subscritas, no valor total de R\$ 34.093.798,56 (trinta e quatro milhões, noventa e três mil, setecentos e noventa e oito reais e cinquenta e seis centavos)<sup>[3]</sup>, por fundos de investimento, cujos cotistas eram Regimes Próprios de Previdência Social de Estados e Municípios (“RPPS”).

<b>Emissora</b>	VCPI S/A
<b>Agente Fiduciário</b>	V DTVM Ltda.
<b>Estruturador</b>	RI 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>	<b>18.08.2017</b>
<b>Data de início da oferta da 2ª série</b>	Não iniciada
<b>Valor total subscrito</b>	R\$ 34.093.798,56
<b>Forma</b>	Nominativa e Escritural
<b>Classe</b>	Simple
<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>	<b>18.08.2017</b>
<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, 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 não prevê a necessidade de distribuição integral (cláusula 3.9.4.7.)

7. Como se trata de oferta pública de valores mobiliários no âmbito da ICVM 476, a qual, por ser automaticamente dispensada de registro, não passa por análise prévia do regulador, no entender da SRE e da SIN, as responsabilidades do Emissor, do Intermediário Líder, do Agente Fiduciário e da **Agência Classificadora de Risco** são ainda mais relevantes para prevenir e coibir a ocorrência de irregularidades na oferta, assim como o Administrador Fiduciário e o Gestor do(s) fundo(s) de investimento(s) devem redobrar a atenção em suas decisões de investimento.

8. Diante desse contexto, e no que tange, especificamente, aos PROPONENTES, faz-se necessário que a **Agência Classificadora de Risco** adote providências para evitar a emissão de classificação de risco de crédito que induza o usuário em erro quanto à situação creditícia da Emissora e do ativo financeiro, nos termos do art. 10, II, da Instrução CVM nº 521/12 (“ICVM 521”).

### **Das Stop Orders**

9. Em reunião realizada em 11.07.2018, o Colegiado da CVM determinou, por meio

da Deliberação CVM nº 794, a suspensão da oferta pública da 1ª emissão, em duas séries, de debêntures da VCPI S/A, e que todos os sócios, responsáveis, administradores e prepostos da Emissora/Ofertante e da Intermediária Líder se abstivessem de realizar a oferta pública.

10. Em reunião realizada em 20.07.2018, o Colegiado da CVM determinou, por meio da Deliberação CVM nº 796, que a Emissora/Ofertante, seus sócios, a Intermediária Líder e sua diretora, a **ARGUS e MARIA MACIEL**, e o Agente Fiduciário se abstivessem de realizar ou atuar em novas ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, nos termos da ICVM 476, pelo período de 1 ano, prorrogável (se cabível) conforme nova determinação do Colegiado da CVM.

11. A **ARGUS** apresentou pedido de reconsideração com concessão de efeito suspensivo da Deliberação CVM nº 796, apreciado no âmbito do Processo 19957.007322/2018-46 e objeto de deliberação do Colegiado, em reunião de 21.08.2018 (decisão disponível em [http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180821\\_R1/20180821\\_D1085\\_19957.007322.2018-46.html](http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180821_R1/20180821_D1085_19957.007322.2018-46.html)), na qual o órgão afirmou “que foram identificados indícios de falha de diligência” da Agência Classificadora de risco da Oferta e, não obstante, “deliberou, por unanimidade, pelo deferimento do pedido de concessão de efeito suspensivo à proibição até que pontos específicos do pedido (...) [fossem] analisados”.

### **Da Emissão**

12. A SIN e a SRE afirmaram que, de acordo com 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, (...) (‘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.”

13. Conforme as Áreas Técnicas, as debêntures contam com as seguintes garantias: (i) alienação fiduciária de imóveis livres e desembaraçados, localizados na Praia de Lagoinha, no Município de Paraipaba, Estado do Ceará; (ii) 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 (“Empreendimento”) a serem oportunamente constituídos; e (iii) garantia fidejussória prestada pelos sócios da Emissora.

14. A SIN e a SRE afirmaram, em resumo, que:

a) em relação ao Empreendimento, o laudo de avaliação do terreno do imóvel em garantia feito pela E.E.I. Ltda., sociedade contratada pela Emissora, relata que o terreno tem 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;

**b) as informações que compõem o laudo de avaliação e serviram de base para os documentos da Oferta apresentaram incorreções significativas, pois as matrículas no Registro Geral de Imóveis (“RGI”) dos terrenos que aparecem como destinação dos recursos e garantias apresentam grande diferença entre a área dos imóveis registrada (178.701,61 m<sup>2</sup>) e a área informada no laudo de avaliação**

(838.865 m<sup>2</sup>);

c) **no laudo de avaliação**, o valor do preço médio do terreno é de R\$ 65,00/m<sup>2</sup> (sessenta e cinco reais), tendo o **valor do terreno** sido **estimado em R\$ 54.526.225,00** (cinquenta e quatro milhões, quinhentos e vinte e seis mil e duzentos e vinte e cinco reais), **enquanto 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** (onze milhões, seiscentos e quinze mil, seiscentos e quatro reais e sessenta e cinco centavos), **uma diferença de R\$ 42.910.620,35** (quarenta e dois milhões, novecentos e dez mil, seiscentos e vinte reais e trinta e cinco centavos);

d) **as informações do laudo de avaliação não apenas fizeram parte do material de divulgação da Oferta entregue aos potenciais investidores, como também foram replicadas no relatório de Rating da Agência de Classificação de Risco;**

e) os imóveis que são descritos como destinação de recursos e garantias da Oferta, não apresentam as características descritas no relatório de “rating” e no laudo de avaliação;

f) a área edificada foi avaliada por R\$ 153.819.289,60 (cento e cinquenta e três milhões, oitocentos e dezenove mil, duzentos e oitenta e nove reais e sessenta centavos), sendo que **o prédio, de acordo com o laudo, era uma “estrutura de alvenaria de tijolos e concreto inacabada”**, e a área edificada seria de 83.597,44 m<sup>2</sup>;

g) **ao analisar a resposta apresentada pela E.E.I. Ltda., verificou-se que o valor para um prédio “pronto” é de R\$ 1.693,62/m<sup>2</sup>**, e que, **embora o laudo de avaliação identifique que o prédio dado em garantia era uma “estrutura de alvenaria de tijolos e concreto inacabada”, foi utilizado valor superior, R\$ 2.300,00/m<sup>2</sup> para um prédio “novo”, com um redutor de 20% por depreciação, tendo, portanto, sido avaliado o imóvel em R\$ 1.840,00/m<sup>2</sup>**;

h) a consequência é que **o valor atribuído ao imóvel de R\$ 153.819.289,60** (cento e cinquenta e três milhões, oitocentos e dezenove mil, duzentos e oitenta e nove reais e sessenta centavos) **se traduz em uma ficção**, pois o valor estimado para garantia não condizia com a realidade do imóvel naquele momento da Oferta, bem como em março de 2018;

i) **em 09.11.2017, os imóveis foram objeto de alienação fiduciária** em garantia à escritura das debêntures no **valor global de R\$ 200.345.499,00** (duzentos milhões, trezentos e quarenta e cinco mil e quatrocentos e noventa e nove reais);

j) além do preço por m<sup>2</sup> registrado no RGI ter aumentado 12 (doze) vezes em relação ao valor de 2012, o valor de R\$ 10 milhões destinado aos custos advocatícios também se mostra desproporcional, o que representa 20% dos R\$ 50 milhões, correspondentes ao valor da primeira série da Oferta;

k) o citado valor de R\$ 10 milhões a ser pago pela Emissora seria destinado a duas sociedades de advogados: T.A.R.L. – Sociedade Individual, na proporção de 78,75%, e A.G. Advogados Associados, na proporção de 21,25%;

l) foi detectado que a T.A.R.L. – Sociedade Individual, que recebera no dia 09.11.2017 da Emissora o valor de R\$ 1,575 milhão, por meio da T.R. Ltda., transferiu o valor de R\$ 511.505,97 (quinhentos e onze mil, quinhentos e cinco reais e noventa e sete centavos), em 14.11.2017 (5 dias após o pagamento da Emissora), para o empreendedor O.P., cuja sociedade era formada por sócio majoritário da Emissora (95% de participação) e sua esposa (5%), tendo o pagamento sido justificado como contrato de consultoria;

m) a citada “consultoria” se refere a objeto futuro e incerto, pois depende do sucesso do empreendimento, não obstante o fato de o pagamento já ter sido

realizado, de forma praticamente concomitante com a integralização das debêntures pelos investidores, o que evidencia a transferência de valores obtidos com a emissão a empreendedor cujo sócio também é sócio da emissora;

n) as previsões divulgadas por meio de estudo de viabilidade sobre os valores vendidos nem mesmo puderam ser avaliadas como razoáveis ou não, pois o cronograma estabelecido não foi respeitado. Além disso, o estudo de viabilidade data de junho de 2017 (7 meses antes do primeiro mês projetado), de modo que se pode concluir que o estudo de viabilidade não contemplou previsão que se provasse factível;

o) foi identificada a realização de contrato de mútuo firmado entre a Emissora (como Mutuante) e a M.I.S.E.I. SPE S.A. (como Mutuária), por meio do qual a Mutuante obrigava-se a conceder o empréstimo em benefício da Mutuária no montante total de R\$ 6,750 milhões. Tal operação não estaria de acordo com a destinação de recursos da oferta, não fosse pela realização da Assembleia Geral de Debenturistas ("AGD"), realizada em 18.12.2017, na qual se deliberou por unanimidade pela alteração da escritura das debêntures da Emissora, tornando-se possível então a realização do empréstimo;

p) na perspectiva do projeto hoteleiro da Emissora, tendo em vista que, dos R\$ 100 milhões pretendidos, apenas R\$ 34.093.798,56 (trinta e quatro milhões, noventa e três mil, setecentos e noventa e oito reais e cinquenta e seis centavos) foram captados, destes, R\$ 10 milhões foram destacados para gastos advocatícios, e outros R\$ 6,750 milhões foram utilizados em um outro empreendimento, a perspectiva de sucesso do empreendimento torna-se ameaçada, aumentando consideravelmente o risco do investimento, uma vez que esta deverá ser a única fonte de receita da Emissora;

q) em Assembleia Geral Extraordinária ("AGE") da Emissora, realizada em 21.03.2018, foi deliberada a ratificação da constituição de sociedade ("SPE Fortaleza") com o propósito de desenvolver o Empreendimento e a subscrição por parte da Emissora de cotas da SPE Fortaleza a serem integralizadas mediante a conferência do imóvel registrado sob as matrículas nº 1068 e nº 1280, unificadas sob o nº 2189 (o mesmo que compõe uma das garantias da oferta de debêntures da Emissora);

r) por meio de AGE, cujos signatários foram os sócios da Emissora (Presidente e Vice-Presidente respectivos), pretendia-se deslocar a titularidade dos mesmos terrenos que faziam parte da garantia dada aos debenturistas da Emissora para uma SPE; e

s) de acordo com informações prestadas pelo Agente Fiduciário, as decisões tomadas nesta AGE precisariam ser ratificadas em uma AGD, que não veio a ocorrer.

15. De acordo com a SIN e a SRE, a emissão apresentou vários problemas, notadamente em relação ao terreno onde seria conduzido o empreendimento hoteleiro e que serve como principal garantia aos debenturistas, havendo irregularidades relativas à sua metragem e à sua avaliação.

16. Além disso, de acordo com as Áreas Técnicas, do montante original da Oferta (R\$ 100 milhões), foram captados apenas R\$ 34.093.798,56 (trinta e quatro milhões, noventa e três mil, setecentos e noventa e oito reais e cinquenta e seis centavos), que representam, aproximadamente, 1/3 (um terço) do total originalmente vislumbrado. Parte relevante do total captado foi direcionada a custos da oferta (incluindo o custo advocatício mencionado anteriormente), além de outro valor significativo ter sido emprestado a outro empreendedor, de modo que apenas pequena fração do total inicialmente previsto seria direcionada para a "atividade produtiva" da Emissora, que atualmente se resume à construção do hotel, o que dificultaria a adimplência futura das debêntures emitidas.

### **Da Agência de Classificação de Risco**

17. Em 23.08.2017, a emissão das debêntures simples da Emissora recebeu classificação "A" (grupo Nível Seguro) no Relatório Definitivo de *Rating* ("Relatório de *Rating*"), refletindo, portanto, 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 e da operação hoteleira.

18. Tal classificação de risco, cuja escala de notas varia de "AAA" até "BBB", está conceituada 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"*, bem como baixo risco de inadimplência.

19. De acordo com as áreas técnicas, merecem atenção os seguintes pontos do Relatório de *Rating*, em relação aos quais a Agência Classificadora de risco informa:

(i) não ter visitado a Emissora, tendo apenas participado de reunião realizada em sua sede com o sócio da empreendedora e um terceiro, o que foi considerado suficiente e satisfatório para o entendimento de questões pendentes, bem como teria recebido documentos que *"permitiram uma visão adequada da estrutura da emissão"*;

(ii) que a garantia real era representada por imóveis avaliados por seu valor de mercado (R\$ 200,4 milhões, conforme laudo de maio de 2017) e que a carência de 24 meses criaria um possível descasamento natural ao valor de avaliação: em situação de *"default"*, a liquidação dos imóveis necessitaria de desconto no valor de avaliação, com *"risco de insuficiência de garantia real imobiliária para a cobertura do saldo devedor das debêntures"*; e

(iii) *"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 Emissora.

20. De acordo com o art. 15 da ICVM 521, os relatórios de classificação de risco de crédito devem ser elaborados em estrita observância aos procedimentos e metodologias adotados pela agência, não sendo, no entendimento das áreas técnicas, coerente a "nota A" com os regramentos estabelecidos pela ARGUS, devido ao fato de a emissão apresentar problemas em pelo menos 6 (seis) dos 7 (sete) macrofatores da sua metodologia, conforme se depreende do relatório de *rating*:

(i) Ambiente operacional: condições econômicas desfavoráveis e perspectiva de maior concorrência;

(ii) 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 desse setor, reduzindo uma possível vantagem competitiva, e pressionando, por exemplo, o preço das diárias e ocupação, além da venda das unidades fracionadas esperadas;

(iii) Qualidade dos ativos: a Emissora não tinha ativo registrado no balanço patrimonial anterior à emissão;

(iv) Adequação de capital: o **capital social subscrito era de R\$ 500,00** (quinhentos reais), tendo sido **integralizados R\$ 50,00** (cinquenta reais), e a **captação de recursos prevista na emissão** das duas séries das debêntures **era de R\$ 100 milhões**, denotando desequilíbrio entre o capital próprio e o de terceiros;

(v) Análise financeira: empresa em estágio inicial, sem histórico financeiro para avaliar, o que gera insegurança sobre a capacidade de pagamento da dívida; e

(vi) Resultados: também devido ao estágio inicial, não existem resultados como lucros históricos, composição das despesas, entre outros.

21. A agência classificadora de risco também atribuiu peso relevante à existência de garantias para justificar a “nota A”, o que, de acordo com as áreas técnicas, demonstra a confusão conceitual entre inadimplência e recuperação de crédito, que se traduzem, respectivamente, (i) no não pagamento, até a data do vencimento, de um compromisso financeiro; e (ii) em mecanismo de recuperação de crédito, com todos os riscos legais e de execução existentes.

22. Ao ser instada a se manifestar sobre (a) a incoerência entre a sua metodologia para classificação de risco e a nota atribuída para a emissão em comento; e (b) as providências adotadas para se certificar sobre as informações existentes nas garantias apresentadas no relatório da Oferta, tendo em vista o dever de evitar a emissão de qualquer classificação de risco de crédito que contenha declarações falsas, em observância ao previsto no art. 10, I, da ICVM 521, a ARGUS respondeu que:

(i) em 04.05.2017, recebeu o laudo de avaliação realizado pela E.E.I. Ltda., empresa responsável pela avaliação dos imóveis disponibilizados como garantia de operação de debêntures, o qual utilizou “o Método Comparativo de Dados de Mercado (imóveis com mesmas características intrínsecas e extrínsecas) e do Custo de Reprodução de Benfeitorias”;

(ii) em 19.05.2017, recebeu um segundo laudo de avaliação, realizado pelo arquiteto urbanista F.P.B. “apresentando valor de terreno e edificações de R\$ 209,2 milhões, muito próximo da avaliação de R\$ 200,4 milhões” realizada pela E.E.I. Ltda.;

(iii) por “conservadorismo” foi adotado o menor valor de avaliação;

(iv) “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”, corroborando a coerência das informações;

(v) o Estudo de Viabilidade do fluxo de caixa projetado para o empreendimento utilizou como premissas: (a) “o valor médio (R\$/m<sup>2</sup>) por cada perfil de unidade fracionada”; (b) a “velocidade de venda (jan.18 a jul.19)”; (c) a “venda de 80% das unidades (sendo 20% disponibilizadas como reserva operacional)”; (d) “possível taxa de inadimplência dos pagamentos parcelados e previstos em 36 vezes (apartamentos) e 60 vezes para chalés e casas”; (e) “os prazos previstos para o início das vendas das unidades”; e (f) “estimativas de receitas oriundas de ocupação média das futuras unidades hoteleiras, valor médio das diárias, receitas com alimentação e bebidas”;

(vi) as premissas foram confrontadas com “diversos cenários de estresse (resultado operacional previsto para o primeiro ano de atividade do empreendimento, preço por m<sup>2</sup>, início e tempo total previsto das vendas, início das obras, taxa de inadimplência, custos, despesas, entre outras)”, tendo sido constatada a “suficiência de caixa para fazer frente” aos pagamentos;

(vii) a estruturação da Oferta estabelecia “garantias documentadas como alienação fiduciária de imóveis livres e desembaraçadas”, avaliados por E.E.I. Ltda., “cessão fiduciária de recebíveis e da Conta Vinculada”, e garantia fidejussória dos sócios da Emissora, e estabelecia “o cumprimento de covenants financeiros e demais condições de vencimento antecipado”;

(viii) a nota de rating reflete “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” também seriam utilizadas como principal instrumento de viabilidade para o pagamento dos compromissos por serem “mais fundamentais em uma operação estruturada” do que a “condição financeira da empresa”; e

(ix) foram considerados os fatores de risco, o prazo de carência e “a qualidade de cada um dos agentes envolvidos com a operação”, tendo sido concluído que a nota de rating refletia “a blindagem que a estruturação agrega à operação, quanto aos riscos identificados”.

23. De acordo com a SIN e a SRE, a ARGUS reiterou a importância das garantias estabelecidas na oferta como ponto principal na elaboração do laudo de avaliação produzido, pois a análise de tais garantias demonstrou que:

(i) Alienação fiduciária de imóveis com matrículas nº 1280 e 1068 - o relatório de *rating* se refere a tais imóveis como tendo área total de 838.865 m<sup>2</sup> e 83.597 m<sup>2</sup> de área construída, como parte da garantia, sendo que as citadas matrículas no RGI foram posteriormente unificadas sob o número 2189, que apresentava área total de 178.701,61 m<sup>2</sup>, na época da elaboração do relatório de *rating*, sem que tal diferença tivesse chamado a atenção da agência classificadora de *rating*.

Apesar de o valor de um prédio "pronto" ser de R\$ 1.693,62/m<sup>2</sup> e o laudo de avaliação identificar o prédio dado em garantia como sendo uma "estrutura de alvenaria de tijolos e concreto inacabada", foi utilizado na avaliação o valor de R\$ 2.300,00/m<sup>2</sup> com um redutor de 20% por depreciação, tendo sido avaliado o imóvel em R\$ 1.840,00/m<sup>2</sup>, de modo que a garantia informada no relatório de *rating*, utilizado na oferta, não condiz com a realidade, por induzir o investidor a crer que possui em garantia um terreno maior e com maior valor financeiro do que realmente possui;

(ii) Cessão fiduciária dos recursos oriundos da integralização das Debêntures e da Conta Vinculada, bem como promessas de cessão fiduciária de 70% dos recebíveis decorrentes da alienação das unidades do Empreendimento - garantia atrelada ao desempenho do emissor perde sentido de segurança adicional por não exercer um papel independente frente aos resultados financeiros futuros e conseqüentemente não pagamento da dívida; e

(iii) Garantia fidejussória tendo como fiadores os sócios da Emissora - o patrimônio dos dois fiadores não atinge 3% do valor total da oferta.

## **DA MANIFESTAÇÃO DAS ÁREAS TÉCNICAS (SIN E SRE)**

24. De acordo com as Áreas Técnicas:

(i) a indução em erro causada pela agência de *rating* não se resumiu a um fato incorreto sobre a garantia real (metragem do imóvel), mas à conclusão de que as debêntures representavam um investimento com baixo risco de inadimplemento, considerando que o principal "produto" fornecido por uma agência de classificação de risco de crédito é "**opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários**";

(ii) a ARGUS alegou, em sede do Pedido de Reconsideração, que a metodologia aplicável à operação de emissão de debêntures da VCPISA estava descrita no item IX do documento "*Overview Procedimentos Metodologia*" (disponibilizado em sua página na internet, na seção "Documentos Legais"), que trata de "Operações Estruturadas", sem que fosse possível identificar a VCPISA ou os títulos por ela emitidos como enquadrados na descrição que consta de tal documento;

(iii) com base nas informações apresentadas, é possível concluir que a ARGUS 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;

(iv) também se verifica o descumprimento do art. 10, I, 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 1280 e 1068;

(v) pelo critério da consunção ou absorção, concluiu-se pelo descumprimento ao art. 10, II, da ICVM 521, pois o relatório de classificação de risco de crédito

da emissão da VCPI S/A com uma nota de crédito artificialmente otimista e desconectada dos parâmetros de mercado e da própria metodologia da agência de *rating* induziu o usuário em erro quanto à situação creditícia do ativo financeiro;

(vi) com base no art. 3º, III, da ICVM 521, a administradora da Agência Classificadora de Risco, **MARIA CHRISTINA TAVARES MACIEL**, também responde, em tese, por infração ao art. 10, II, da ICVM 521; e

(vii) por fim, cumpre pontuar que a ARGUS é “*uma das envolvidas em operações da Polícia Federal como a Operação Pausare que averigua suposto esquema de corrupção (...) nas contas do Fundo Postalís, o Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos*”.

## **DA RESPONSABILIZAÇÃO**

25. Ante o exposto, a SIN e a SRE propuseram a responsabilização<sup>[4]</sup> da ARGUS CLASSIFICADORA DE RISCO DE CRÉDITO LTDA. (atual denominação da LFRating) e de sua Administradora e sócia, MARIA CHRISTINA TAVARES MACIEL, por infração ao art. 10, II, da ICVM 521.

## **SEÇÃO 2 - PAS CVM SEI 19957.010958/2018-75<sup>[5]</sup>**

### **DA INTEMPESTIVIDADE DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO**

26. A Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE/CVM, no PARECER n. 00073/2020/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, ao apreciar os aspectos legais da proposta de Termo de Compromisso, alertou que **a proposta foi apresentada fora do** prazo constante do art. 29, *caput* e §1º, da Instrução CVM nº 607/19<sup>[6]</sup> (“ICVM 607”), conforme se verifica da transcrição abaixo:

“(…) conforme o disposto no artigo 82, § 2º da Instrução CVM nº 607, de 17.06.2019: ‘A proposta completa de termo de compromisso deverá ser encaminhada à CCP, em até 30 (trinta) dias após a apresentação de defesa’. No entanto, ela só foi protocolada em 20.10.2020.”<sup>[7]</sup>

27. Entretanto, a PFE/CVM registra que, conforme previsto no art. 84 da ICVM 607<sup>[8]</sup>, a proposta apresentada pode ser analisada em casos excepcionais:

“Nada obstante, como o r. Colegiado da Autarquia pode, em casos excepcionais (art. 84 da Instrução CVM nº 607), analisar proposta de celebração de termo de compromisso, apresentada fora do prazo a que se refere o art. 82 (…)”

28. A esse respeito, e tendo em vista a inequívoca intenção em celebrar o Termo de Compromisso manifestada pelas PROPONENTES, o Comitê de Termo de Compromisso entendeu que seria oportuno e conveniente atuar no caso para além da preliminar acima e submeter ao Colegiado da CVM, oportunamente, opinião no sentido da superação da preliminar de intempestividade apontada pela PFE/CVM.

## **DA ORIGEM**

29. O Termo de Acusação originou-se do Processo<sup>[9]</sup> que tratou da investigação de irregularidades na 1ª emissão de debêntures da ABEI S/A, realizada nos moldes do disposto na ICVM 476.

## **DOS FATOS**

30. Em 15.12.2016, foram emitidas 3.600 debêntures pela ABEI S/A, as quais foram subscritas por 2 (dois) fundos de investimento no mercado primário, compostos por cotistas de RPPS, com as seguintes características:

<b>Emissora</b>	ABEI S/A
<b>Valor Nominal Unitário</b>	R\$ 10 mil
<b>Quantidade</b>	3.600 unidades, em duas séries, uma de 2.000 debêntures e outra de 1600 debêntures
<b>Valor total da emissão</b>	R\$ 36 milhões
<b>Data de início da oferta</b>	<b>15.12.2016</b>
<b>Data de encerramento</b>	<b>30.03.2017</b>
<b>Forma</b>	Escritural e nominativa
<b>Classe</b>	Simple
<b>Conversibilidade</b>	Não conversíveis em ações da Emissora
<b>Espécie</b>	Quirografia a ser convolada em Garantia Real
<b>Forma de distribuição</b>	Esforços restritos (ICVM 476)
<b>Data de emissão</b>	<b>15.12.2016</b>
<b>Prazo de Vencimento</b>	7 anos (15.12.2023)
<b>Remuneração</b>	8,5% a.a.
<b>Pagamento da remuneração</b>	Conforme a Escritura das Debêntures, o pagamento da remuneração em 60 parcelas mensais e consecutivas, a partir do 24º mês, exclusive, a contar da Data de Emissão (período de 24 meses denominado "Período de Carência dos Juros").

31. Os mencionados fundos, um do tipo FIDC e o outro FIM, subscreveram 2.000 debêntures no valor de R\$ 20 milhões, em 27.01.2017, e 1.600 debêntures, no valor de R\$ 16.335.959,86 (dezesesseis milhões, trezentos e trinta e cinco mil, novecentos e cinquenta e nove reais e oitenta e seis centavos), em 30.03.2017, respectivamente.

32. De acordo com a SIN e a SRE, são os seguintes, em resumo, os principais problemas encontrados na oferta em comento:

- (i) destinação indevida dos recursos financeiros advindos da venda das debêntures;
- (ii) empréstimos e pagamentos irregulares realizados pela sociedade;
- (iii) não constituição da segunda garantia física;
- (iv) conflito de garantia (o mesmo imóvel foi oferecido como garantia aos debenturistas e à Prefeitura de Barra Mansa);
- (v) erro informacional na matrícula de imóvel dado em garantia;
- (vi) revisão do tamanho do terreno do empreendimento em Barra Mansa;
- (vii) laudo de avaliação do Projeto Barra Mansa sobrevalorizado;
- (viii) ausência de atuação diligente do Agente Fiduciário no esclarecimento das inconsistências na oferta, como a qualidade das garantias, e falha na verificação da constituição da garantia real estabelecida na escritura de emissão;
- (ix) relatório inconsistente produzido pela Agência Classificadora de risco, o qual induziu seu leitor em erro;
- (x) diligência insuficiente por parte da Intermediária Líder na prestação de informações completas sobre o investimento;
- (xi) falta de evidências de que a Gestora dos Fundos subscritora da oferta pública foi diligente na aquisição do ativo;

(xii) permanência da Gestora no empreendimento mesmo após ter tido a oportunidade de votar pelo vencimento antecipado em AGD; e

(xiii) ausência de fiscalização das aquisições de ativo de crédito para a carteira dos fundos pelos seus Administradores Fiduciários, que não agiram de forma diligente e com lealdade para com os cotistas.

### **Da Emissora (Ofertante)**

33. A ABEI S/A é uma sociedade anônima fechada, cujas operações se iniciaram em 15.07.2015 e cujo objeto social é a: (i) compra, venda ou locação de imóveis, por meio da realização de empreendimentos imobiliários em geral, incorporações ou loteamentos; (ii) administração e comercialização de imóveis próprios; e (iii) participação em outras sociedades ou empreendimentos, inclusive como acionista ou cotista.

34. Em 31.12.2016, o capital social da emissora era de R\$ 1.200,00 (mil e duzentos reais), montante que, segundo a SIN e a SRE, era pouco representativo de capital próprio para quem pretendia captar R\$ 36 milhões em uma emissão de debêntures com o capital de terceiros. As Áreas Técnicas ressaltaram que, antes da oferta, os ativos da sociedade eram inexistentes, o que demonstra o desequilíbrio entre os investimentos dos controladores da Emissora e o dos debenturistas, podendo resultar em baixa probabilidade de fornecimento futuro de suporte financeiro ou operacional ao projeto, se necessário.

35. As Áreas Técnicas pontuaram ainda que esse perfil de financiamento - em que a participação da Emissora é praticamente nula, conhecida como "casca vazia", isto é, sem ativos ou uma empresa garantidora que assegurem o valor do projeto - resulta em um risco mais elevado para os debenturistas.

### **Da Emissão**

36. Quanto à destinação dos recursos, estava previsto no Instrumento Particular de Escritura da Emissão de Debêntures (i) a aquisição de um imóvel em Barra Mansa/RJ; (ii) o desenvolvimento do empreendimento imobiliário denominado "Projeto Barra Mansa"; e (iii) o pagamento de custos e despesas relacionadas à Emissão.

37. Tal instrumento dispunha também sobre as garantias, sendo as principais:

(i) alienação fiduciária de imóvel em garantia da totalidade das obrigações principais e acessórias assumidas pela Emissora em favor do Agente Fiduciário:

(a) em Barra Mansa/RJ; e

(b) em Nova Iguaçu/RJ, caso o volume total de Debêntures subscritas e integralizadas atingissem valor superior a R\$ 20 milhões cumulativamente com a primeira garantia; e

(ii) cessão fiduciária da totalidade dos Direitos Creditórios oriundos dos instrumentos de compra e venda, presentes e futuros, de titularidade da Emissora, relacionados ao Empreendimento Imobiliário "Projeto Barra Mansa".

38. No decorrer da investigação, as Áreas Técnicas apuraram que, no momento da oferta pública, havia conflito de garantias, em relação ao imóvel de Barra Mansa, uma vez que foi oferecido em garantia tanto para a Prefeitura de Barra Mansa como para os debenturistas da ABEI S/A.

39. Além disso, esse imóvel apresentava um número de matrícula na Escritura de Emissão (datada de 15.12.2016), outro número quando foi formalizada a compra do terreno (datada de 19.01.2017), e um terceiro no 3º Aditamento da Escritura da Emissão das Debêntures (datada de 24.01.2017), tendo a SIN e a SRE concluído que a oferta pública e a subscrição das debêntures ocorreram com a informação sobre a primeira garantia errada, tanto em janeiro quanto em março de 2017.

40. Adicionalmente, cabe destacar que as Áreas Técnicas encontraram evidências de que o laudo de avaliação do imóvel de Barra Mansa, que fez parte do material de divulgação da oferta, (i) precificava a garantia em R\$ 25,3 milhões, valor duas vezes superior ao venal e fiscal, (ii) apresentava inconsistências na apuração do valor de venda do metro quadrado, destoando do valor venal de outros empreendimentos em regiões de mesmo perfil demográfico na mesma cidade, e (iii) estimava um sucesso de vendas de 100%, incompatível com a realidade apresentada na região em outros empreendimentos imobiliários similares.

### **Da Agência de Classificação de Risco**

41. O Comitê de Avaliação de Risco da ARGUS concedeu à emissão em tela a classificação “BBB+” sobre a capacidade de pagamento da ABEI S/A, medida pelo fluxo dos recebíveis, oriundo dos Contratos de Compra e Venda das unidades imobiliárias do loteamento residencial, conforme seu Relatório Preliminar de *Rating*, sendo esta a última versão antes da primeira subscrição da oferta de debêntures pelo FIDC, em 21.01.2017.

42. Cabe esclarecer que, na escala de classificação da ARGUS, a emissão com nota “BBB+” está conceituada como oferecendo *“garantias primárias, secundárias e terciárias, que ainda permitem a realização do valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. Risco de inadimplência baixo”*.

43. Em resposta a ofício da SRE, a PROPONENTE declarou acreditar existir equívoco na versão do Relatório Preliminar utilizado pela fiscalização da CVM, devido ao fato de terem sido emitidas sete versões, em razão de *“constantes modificações e interpretações trazidas pelo estruturador”*.

44. No entanto, o Relatório Preliminar de *Rating* (“Relatório”) analisado pela CVM foi obtido com o Intermediário Líder responsável pela Oferta, sendo esta a mesma versão utilizada para iniciar negociações com eventuais interessados na subscrição e integralização das debêntures.

45. Ainda em resposta ao mencionado ofício, a respeito da afirmação no referido Relatório de que os imóveis de Barra Mansa e de Nova Iguaçu corresponderiam a 138% do valor da emissão e de que já havia um *“acerto”* para sua aquisição, a ARGUS:

- (i) não esclareceu se tinha certeza de que os imóveis garantiriam a operação;
- (ii) não explicou como chegou ao percentual de 138%, tendo se limitado a responder que foi anterior à avaliação dos imóveis realizada pela empresa contratada pela ABEI S/A; e
- (iii) afirmou que deveria ter sido informado *“que era um dado ainda não checado, mas aceito para efeito de avaliação preliminar”*.

46. Sobre a omissão de informações no Relatório, a ARGUS informou que:

- (i) não mencionou o capital social da ABEI S/A pelo fato de se tratar de uma Sociedade de Propósito Específico (“SPE”), cujo dado era irrelevante para a operação estruturada;
- (ii) à época da emissão do Relatório, não existia profissional com experiência como consultor imobiliário, mas somente uma promessa, que teria se concretizado com a apresentação de E.L.S. a partir da 5ª versão, que seria também estruturador da operação e respondia pela parte imobiliária da sociedade; e
- (iii) não detalhou a pendência da licença de natureza ambiental (que impediria sua obtenção) nem o que teria sido feito para saná-la por entender que a informação que constava no relatório era suficiente para demonstrar a existência de risco a ser considerado no aspecto político.

47. No entanto, de acordo com a SIN e a SRE, a ABEI S/A não é uma SPE e, conforme manifestação da ARGUS, a emissão foi distribuída sem que houvesse um profissional responsável pela condução do Empreendimento pretendido.

48. Em 29.03.2017, ocorreu a emissão do Relatório Definitivo de *Rating* (“Relatório Definitivo”), o qual elevou a nota de crédito da operação para “A-”, sendo esta a versão vigente quando o mencionado FIM subscreveu a oferta em 30.03.2017.

49. Em resposta a questionamento da SRE sobre tais questões do Relatório Definitivo, a ARGUS respondeu sobre:

(i) a origem da informação do número da matrícula do imóvel em Barra Mansa - “nas versões Preliminares (2-7) constava a matrícula 10.604, correta antes do desmembramento. A informação dada no Definitivo foi da matrícula mãe (4.609). A matrícula definitiva, após o desmembramento, passou a ser 10.841”;

(ii) a solicitação de documento para comprovação do RGI do referido imóvel - o teria feito somente quanto ao da

(iii) o motivo da ausência do procedimento de visita de “due diligence” para Relatório Definitivo previsto no Relatório Preliminar de *Rating* - no caso de terrenos nus, condição do presente imóvel, “pode-se ter ideia olhando fotografias e imagens de satélite”;

(iv) a divulgação do preço de mercado do terreno, sem informar o método usado para essa apuração - (a) normalmente não apresenta, por considerar “que não cabe em uma súmula”, (b) “por caminhos diversos deverá chegar a valores próximos, se não estaríamos diante de uma incongruência estatística”, e (c) o valor apontado em seu relatório foi baseado no laudo de avaliação de uma empresa idônea;

(v) a origem da informação de propriedade do imóvel de Nova Iguaçu - (a) foi fornecida pelo estruturador, e (b) foi verificado o RGI ou o Instrumento de Promessa de Compra e Venda, como comprovação, pois àquela altura o imóvel pertencia ao Interveniente Garantidor na Escritura de Debêntures; e

(vi) a divulgação do preço de mercado desse imóvel, sem informar o meio utilizado para atingir o valor - foi baseado no laudo de avaliação de empresa idônea.

50. Assim, segundo a SIN e a SRE, restou evidenciado que a ARGUS:

(i) prestou informações sem o devido cuidado com sua veracidade;

(ii) não foi diligente, ao ignorar a visita de “due diligence” prevista no Relatório Preliminar de *Rating*, pois poderiam ser estudadas informações sobre o terreno e os demais elementos que o rodeiam, tais como, classes sociais na área, acessos, mobilidades e outros quesitos que serviriam para uma avaliação adequada;

(iii) se “descuidou” da transparência quanto às fontes de informação e métodos de cálculo de valores;

(iv) não validou a informação sobre a propriedade do imóvel oferecido em garantia, ainda que condicionada a volume de vendas, colocando em risco os investidores logo após a aquisição; e

(v) não apurou os valores dos imóveis, baseando-se em laudo de empresa cuja idoneidade não tem a capacidade de afiançar.

51. Embora a oferta em comento tenha recebido nota “A-” no Relatório Definitivo, cujo conceito reflete risco de inadimplência baixo, conforme entendimento das Áreas Técnicas, o investimento apresenta fragilidades, uma vez que a Emissora se encontrava em estágio inicial de operação, logo sem histórico e experiência em empreendimentos similares, conseqüentemente, oferecia maiores riscos e despesas na condução do seu plano de negócio. Nesse sentido, a ARGUS aponta, em seu relatório, que (i) fez a avaliação com base no que foi projetado considerando “fatores de risco de não realização”; (ii) existem riscos institucionais e legais de difícil mensuração, mas que afetam a operação; (iii) a operação, por envolver vários agentes, é complexa; (iv) a elevada quantidade de lotes, no caso de atraso em sua entrega para início da construção, “pode levar à redução do

ritmo de vendas dos últimos lotes e do valor de mercado *dos lotes já comercializados*"; e (v) o país ainda deverá estar em dificuldades políticas e financeiras, afetando o emprego e a renda, relevantes no momento do lançamento do empreendimento.

52. Outra fragilidade observada pelas Áreas Técnicas se deve ao fato de o Emissor apresentar problemas em pelo menos 6 (seis) dos 7 (sete) macrofatores:

(i) Ambiente Operacional: condições econômicas e políticas desfavoráveis relatadas no próprio relatório;

(ii) Análise do negócio: embora apresente baixo teor construtivo, devido à grande quantidade de lotes, qualquer atraso no início da construção pode reduzir o valor de mercado dos lotes já comercializados e o ritmo das vendas dos últimos lotes;

(iii) Qualidade dos ativos: inexistência de ativos no balanço patrimonial da ABEI S/A;

(iv) Adequação de capital: sendo o capital social da ABEI S/A no montante de R\$ 1.200,00 (mil e duzentos reais), verifica-se desequilíbrio entre o capital próprio e o de terceiros, que estava previsto para atingir R\$ 36 milhões com a captação prevista, o qual, conseqüentemente, representava praticamente 100% do total;

(v) Análise Financeira: por estar a Emissora em estágio inicial, não tinha histórico financeiro para avaliar, trazendo insegurança sobre a capacidade de pagamento da dívida;

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

53. Instada a se manifestar, a ARGUS declarou que:

(i) *Rating* é uma opinião baseada na ponderação entre os fatores avaliados como de risco e os amenizadores. Na incidência de *"operações"* estruturadas que apresentam *"um conjunto de agentes e mecanismos [que] buscam reduzir os riscos, sem eliminá-los"* os relatórios alertam sobre os fatores de risco existentes. Ocorre que a CVM pode ter interpretado que existiam muitos riscos pelo fato de estarem sendo apresentados sem a indicação dos fatores amenizadores;

(ii) a ABEI S/A é uma SPE cuja principal receita para o pagamento da dívida viria do fluxo de caixa gerado pela sua própria operação, e, por se tratar de SPE, não apresentava histórico. Esse *"autofinanciamento permite a realização de projetos maiores que seu patrocinador e o sucesso depende da estruturação da operação, em especial suas garantias"*, as quais acreditam ser boas o suficiente para justificar a nota atribuída ("A-"); e

(iii) quando iniciaram a agência, faziam principalmente *ratings* corporativos, por isso, disponibilizaram no seu sítio eletrônico, na rede mundial de computadores, a metodologia relativa a esse tipo de avaliação. Embora tenham acrescentado outros tipos de avaliação, essa ainda persiste no *"link onde se lê Metodologia"*. Acrescentaram que esse equívoco já foi ajustado.

54. A esse respeito, a SIN e a SRE observam que, em sua resposta, a ARGUS não apresentou registros internos precisos, suficientemente detalhados e abrangentes que pudessem permitir a reconstrução da análise realizada para o processo de classificação de crédito, de modo a comprovar o atendimento ao §2º do art. 10 da ICVM 521<sup>[10]</sup>, bem como refutar a alegada incompatibilidade da nota de crédito imputada às debêntures da ABEI S/A com os procedimentos e metodologias adotados pela Agência Classificadora de Risco.

55. Com relação ao fato de haver problemas em pelo menos 6 (seis) dos 7 (sete) macrofatores, o que não se coaduna com uma nota de crédito de baixo risco, segundo os critérios da sua própria metodologia, a ARGUS alegou que a metodologia aplicável à operação seria aquela descrita no documento "Overview

Procedimentos Metodologia”, disponibilizado em sua página na rede mundial de computadores, no qual, em linha com a determinação do art. 18 da ICVM 521<sup>[11]</sup>, constaria a informação de que as “*notas para operações do tipo estruturadas (com ativos subjacentes) recebem a indicação ‘e’ para designar este tipo de operação*”. No entanto, de acordo com as Áreas Técnicas, verifica-se que nos Relatórios em comento a nota atribuída à Escritura de Emissão não apresenta tal marcador, o que pode denotar (i) equívoco na informação inicial, inclusive no Relatório de *Rating* ou (ii) que a argumentação apresentada tinha o intuito de induzir a Autarquia em erro.

56. Conforme observaram a SIN e a SRE, o documento “Overview Procedimentos Metodologia”:

(i) informa que as operações de securitização se intensificaram no país com a difusão dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”), para cuja emissão foram criadas as **Companhias Securitizadoras de Recebíveis Imobiliários, que junto com as Securitizadoras do Agronegócio e os FIDCs “formam o arcabouço de instituições emissoras de operações estruturadas no Brasil”;**

(ii) **afirma que os CRI’s se caracterizam por “serem formados por outros títulos, o que os torna mais arriscados”;** e

(iii) **acrescenta que também há “formação de estruturas complexas com instrumentos de cessão de créditos e formação de SPE”.**

57. Dessa forma, no entendimento da SIN e da SRE, não se pode identificar a ABEI S/A ou o título por ela emitido como “Operação Estruturada”, considerando os aspectos que caracterizam esse tipo de operação. Adicionalmente, da leitura do objeto social da ABEI S/A também se pode inferir que a personalidade jurídica do emissor não se assemelha ao que diz respeito a uma Securitizadora ou SPE.

58. A SIN e a SRE ainda ressaltaram que a praxe do mercado de classificação de risco é, de fato, a de classificar como operações estruturadas emissões de CRI, CRA, FIDC, e outros ativos congêneres, mas não debêntures com as características do caso.

## **DA MANIFESTAÇÃO DAS ÁREAS TÉCNICAS (SIN E SRE)**

59. De acordo com o que foi relatado, os relatórios de classificação de risco de crédito produzidos pela ARGUS: (i) apresentaram diversos erros informacionais ou omissões importantes em seu texto; (ii) não apontaram problemas como a incapacidade de o interveniente garantidor alienar a segunda garantia física (Imóvel em Nova Iguaçu) e o erro informacional na matrícula do imóvel dado em garantia (Imóvel em Barra Mansa); e (iii) atribuíram uma nota de crédito às debêntures de forma incompatível com sua metodologia e que não refletia o real risco de crédito da emissão.

60. Assim sendo, as Áreas Técnicas concluíram que a ARGUS descumpriu o:

(i) art.15 da ICVM 521<sup>[12]</sup>, ao não elaborar os relatórios de classificação de risco de crédito em observância aos procedimentos e metodologias adotados pela agência; e

(ii) inciso II do art. 10 da ICVM 521<sup>[13]</sup>, uma vez que o relatório de classificação de risco de crédito da operação foi produzido com uma nota de crédito artificialmente otimista e distante dos parâmetros de mercado, da realidade da empresa e da própria metodologia da Agência de *Rating*, induzindo os usuários do relatório em erro quanto à situação creditícia do ativo financeiro.

61. Por fim, cabe informar que a ARGUS foi objeto de medida cautelar (ora suspensa no que lhe diz respeito) pela DELIBERAÇÃO CVM Nº 796, de 20.07.2018, que estabeleceu o período de 1 ano para que se abstinhasse de realizar ou atuar em novas ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, nos termos da ICVM 476.

62. Em 22.04.2019, o registro como agência classificadora de risco de crédito da ARGUS foi cancelado de ofício pela SIN, uma vez que a entidade não mais atende aos requisitos e condições mínimas para o exercício da atividade de classificação de risco. Em que pese a ARGUS ter recorrido de tal decisão, em Reunião de 05.11.2019, o Colegiado deliberou, por unanimidade, acompanhar o entendimento da SIN, decidindo pelo não provimento do recurso.

### **DA RESPONSABILIZAÇÃO**

63. Ante o exposto, a SIN e a SRE<sup>[14]</sup> propuseram a responsabilização de ARGUS CLASSIFICADORA DE RISCO DE CRÉDITO LTDA. (LF RATING), na qualidade de agência de classificação de risco de crédito, e MARIA CHRISTINA TAVARES MACIEL, na qualidade de sócia da ARGUS, por infração ao disposto no inciso II do art. 10 da ICVM 521.

### **SEÇÃO 3 - PAS CVM SEI 19957.008143/2018-26<sup>[15]</sup>**

### **DA ORIGEM**

64. O Termo de Acusação originou-se em processo<sup>[16]</sup> que tratou da investigação de irregularidades na 1ª emissão de debêntures da EBPHP S/A (“Emissora”), realizada no âmbito da ICVM 476.

### **DOS FATOS**

65. O processo foi instaurado em 28.08.2018 com o objetivo de apurar as irregularidades na emissão, em 30.05.2016, no valor total de R\$ 50 milhões, em série única, de 5 mil debêntures simples da Emissora, remuneradas a 140% do CDI e com prazo de vencimento de 9 anos (30.05.2025), tendo a oferta primária sido iniciada em 20.06.2016, e totalizado, até 02.02.2018, o valor subscrito de R\$ 53,5 milhões (4.992 debêntures), sendo que praticamente todos os adquirentes eram fundos compostos por cotistas do RPPS.

<b>Emissora</b>	EBPHP S/A
<b>Agente Fiduciário</b>	PT DTVM Ltda.
<b>Estruturador</b>	RI Ltda.
<b>Valor nominal unitário</b>	R\$ 10 mil
<b>Quantidade</b>	5 mil debêntures, em série única.
<b>Valor total da emissão</b>	R\$ 50 milhões
<b>Data de início da oferta</b>	<b>20.06.2016</b>
<b>Valor total subscrito</b>	R\$ 53.466.076,63 (4.992 debêntures)
<b>Tipo de oferta</b>	Primária
<b>Forma</b>	Escritural e nominativa.
<b>Classe</b>	Debêntures Simples
<b>Conversibilidade</b>	Não conversíveis em ações da Emissora
<b>Espécie</b>	Quirografia a ser convolada em Com Garantia Real
<b>Forma de distribuição</b>	Esforços restritos (ICVM 476)
<b>Data de emissão</b>	<b>30.05.2016</b>
<b>Prazo de vencimento</b>	9 anos ( até 30.05.2025)
<b>Remuneração</b>	140% do CDI

<b>Pagamento da remuneração</b>	O pagamento da remuneração será feito em 72 parcelas mensais e consecutivas, a partir do 36º mês ("período de carência dos juros"), exclusive, a contar da data de emissão, sendo, inicialmente, o vencimento da 1ª parcela em 30.06.2019 e da 72ª, a última, em 30.05.2025.
---------------------------------	--

### **Da Stop Order**

66. Em reunião realizada em 31.07.2018, o Colegiado da CVM determinou, por meio da Deliberação CVM nº 797: (i) a suspensão da oferta pública referente da 1ª emissão de debêntures da Emissora e que todos os sócios, responsáveis, administradores e prepostos da Emissora e do Intermediário Líder se abstivessem de realizar a oferta pública; e (ii) que a Emissora, bem como seus sócios à época, se abstivessem de realizar ou atuar em novas ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, nos termos da Instrução CVM nº 476/09, pelo período de 1 ano, prorrogável (se fosse o caso), conforme nova determinação do Colegiado da CVM.

67. A Emissora apresentou pedido de reconsideração, indeferido pelo Colegiado, em reunião realizada em 04.09.2018 (disponível em [http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180904\\_R1/20180904\\_D1103.html](http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180904_R1/20180904_D1103.html)).

### **Da Emissão**

68. De acordo com a SIN e a SRE, são os seguintes, em resumo, os principais problemas encontrados na oferta de debêntures da Emissora:

- (i) destinação de recursos em desacordo com o estabelecido na escritura;
- (ii) custos de distribuição acima da média de outras ofertas;
- (iii) garantias dependentes do sucesso do empreendimento;
- (iv) dívidas e cronograma atrasados nas obras do empreendimento;
- (v) pagamentos suspeitos recebidos pelo diretor presidente da Emissora por meio de empresa contratada na oferta;
- (vi) Agente Fiduciário não ter atuado diligentemente para esclarecer as inconsistências na oferta, como a qualidade das garantias;
- (vii) Agência Classificadora de Risco ter produzido relatório inconsistente, que induz seu leitor em erro;
- (viii) Intermediária Líder não ter diligenciado para que informações completas sobre o investimento fossem prestadas;
- (ix) Gestores dos fundos de investimento (cujos cotistas eram RPPS) que subscreveram a oferta pública não foram diligentes na aquisição do ativo;
- (x) Gestores decidiram permanecer no empreendimento mesmo após terem tido a oportunidade de votar pelo vencimento antecipado em AGD; e
- (xi) Administradores Fiduciários dos fundos não demonstraram evidências suficientes de que fiscalizaram as aquisições de ativo de crédito para a carteira dos fundos e não agiram de forma diligente e com lealdade junto aos cotistas.

### **Da Agência de Classificação de Risco**

69. Em 02.05.2016, a emissão das debêntures simples da Emissora recebeu classificação "A" (grupo Nível Seguro) no Relatório Definitivo de *Rating* ("Relatório de *Rating*"), refletindo, portanto, 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 e da

operação hoteleira.

70. Como já mencionado anteriormente, tal classificação de risco, cuja escala de notas varia de “AAA” até “BBB”, está conceituada 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”*, bem como baixo risco de inadimplência.

71. De acordo com o art. 15 da ICVM 521, os relatórios de classificação de risco de crédito devem ser elaborados em estrita observância aos procedimentos e metodologias adotados pela agência, não sendo, no entendimento das áreas técnicas, coerente a “nota A” com os regramentos estabelecidos pela ARGUS, devido ao fato de a emissão apresentar problemas em pelo menos 6 (seis) dos 7 (sete) macrofatores da sua metodologia, conforme se depreende do relatório de *rating*:

(i) Ambiente operacional: condições econômicas desfavoráveis e perspectiva de maior concorrência;

(ii) 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;

(iii) Qualidade dos ativos: a Emissora não tinha ativo registrado no balanço patrimonial anterior à emissão;

(iv) Adequação de capital: **o capital social era de R\$ 100,00 (cem reais) e a captação de recursos prevista na emissão das debêntures era de R\$ 50 milhões**, denotando desequilíbrio entre o capital próprio e o de terceiros;

(v) Análise financeira: sociedade em estágio inicial, sem histórico financeiro para avaliar, o que gera insegurança sobre a capacidade de pagamento da dívida; e

(vi) Resultados: também devido ao estágio inicial, não existiam resultados como lucros históricos, composição das despesas, entre outros.

72. De acordo com a SIN e a SRE, o relatório de classificação de risco de crédito da Emissora produzido pela ARGUS (LFRating):

(i) foca exclusivamente na futura aquisição das cotas do FIP LSH; e

(ii) não obstante o atraso na obra do hotel, as dívidas não pagas e protestadas da LSH, os problemas no laudo de avaliação do empreendimento hoteleiro (Hotel LSH, antigo Trump Rio), que acabariam por afetar o valor da cota do FIP LSH e os problemas de governança e conflitos de interesse relacionados ao investimento, não considerou e não deu publicidade relativamente a tais pontos.

73. Ao ser instada a se manifestar sobre as diligências que foram tomadas no âmbito do trabalho realizado em maio de 2016 ou data anterior para analisar as cotas do FIP LSH e o respectivo hotel em que este investia, especialmente no que se refere ao (a) *status* da obra do hotel em relação ao cronograma definido, e (b) às dívidas não pagas e protestadas da empresa LSH, proprietária do hotel, a ARGUS (LFRating) respondeu, entre outras questões, que:

(i) em janeiro de 2016, a medição de obras do Empreendimento já apontava a execução de 79,14%, sendo que, em 16.06.2016, quando da elaboração do Relatório Definitivo da Oferta, já teria sido realizada a análise da emissão da investida (18.06.2016). Foi considerado *“apertado o cronograma para a finalização das obras”* no Relatório Definitivo da Emissora; e

(ii) *“o Hotel foi inaugurado naquele período, contando com 124 dos 170 quartos, conforme previsto (...) [e] seria finalizado no último trimestre de 2016, após passadas as Olimpíadas e Paralimpíadas, (...) o comitê Olímpico Internacional havia reservado elevada quantidade de unidades, inclusive com*

*pagamento parcial adiantado”.*

74. De acordo com as áreas técnicas, apesar de o cronograma das obras para o investimento informar que seriam finalizadas após os eventos olímpicos, para os quais a contratação já havia sido parcialmente paga pelo comitê olímpico, a ARGUS (LFRating) utilizou o relatório da BTBGE Ltda., empresa contratada para realizar avaliação econômico-financeira do empreendimento hoteleiro (avaliou o empreendimento hoteleiro em R\$ 257,4 milhões), como premissa para sua análise, mesmo já existindo passivos protestados. Questionada a esse respeito, a ARGUS ( LFRating) respondeu que:

(i) as projeções elaboradas pela BTBGE Ltda., em fevereiro de 2016, consideravam a operação do Hotel com a bandeira da cadeia do segmento de alto luxo que, à época, tinha apenas um concorrente no Rio de Janeiro;

(ii) foram realizados “*stress tests*” complementares “*cujos resultados apresentavam coerência em relação às premissas indicadas na [citada] avaliação*”; e

(iii) em dezembro de 2016, quando o empreendimento já estava em operação, a bandeira da cadeia do segmento de alto luxo “*desistiu do negócio*”, o que resultou na perda da Central de Reservas (aliado a isso, o hotel teve poucos eventos no ano de 2017, os quais “*são agendados com antecedência, normalmente nos primeiros meses do ano*”, fatos que combinados à “*vagarosa retomada da economia brasileira, justificam a redução do valor médio estimado das diárias e da taxa de ocupação*”).

75. De acordo com a SIN e a SRE, a projeção da BTBGE Ltda. superestimou a taxa de ocupação e o valor das diárias sem que a ARGUS (LFRating) tivesse destacado, em seu relatório, “*preocupação com a razoabilidade e previsibilidade desse fluxo de caixa futuro*”, tendo atuado no sentido contrário ao esperado.

76. Ao ser novamente instada a se manifestar sobre inconsistências na sua análise, relacionadas às garantias apresentadas na emissão e aos profissionais que compunham a Administração do Empreendimento, a ARGUS (A LFRating) apresentou resposta, que no entender das Áreas Técnicas:

(i) não dirimiu a incompatibilidade entre a situação do empreendimento descrita no Relatório de *Rating* com a definição da nota concedida, qual seja, que “*a garantia real pode ser de 72% ou as garantias permitem a realização do valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação*”;

(ii) amenizou “*o risco de um empreendimento hoteleiro administrado por profissionais sem experiência na área, com base em exemplos pontuais e de pouca semelhança com o caso concreto*”; e

(iii) se a situação do empreendimento se encontrava em um “*contexto de crise*”, não faz sentido, na 1ª e na 2ª Revisão de *Rating* atribuir nota “*BBB*”, faixa de classificação onde se situam as obrigações que apresentam garantias primárias, secundárias e terciárias que ainda permitem a realização do valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação e tem baixo risco de inadimplência.

77. Ao ser solicitada a prestar esclarecimento sobre a nota atribuída à emissão, tendo em vista os macrofatores da sua metodologia, a ARGUS (LFRating), em sua resposta, cita que a emissão “*contava com uma estrutura de blindagem semelhante à de uma operação estruturada, com empresa constituída especificamente para a operação, Conta Vinculada (CV), cessão de recebíveis e alienação de imóveis*”, e que, em se tratando “*de uma empresa de participações não poderia haver histórico operacional que não fossem resultados obtidos por participações em outros negócios*”, sendo que, no entender das áreas técnicas, a citação da Emissora como sendo empresa de participação “*impossibilita a caracterização da operação como estruturada*”.

78. De acordo com a SIN e a SRE, a metodologia aplicável à operação da presente emissão estava descrita no documento “*Overview Procedimentos Metodologia*”,

sem que houvesse a indicação/marcação de se tratar de operação estruturada, o que também não foi apontado no Relatório de *Rating* Definitivo, denotando um erro na informação inicial e no Relatório de *Rating*.

## **DA MANIFESTAÇÃO DAS ÁREAS TÉCNICAS (SIN E SRE)**

79. De acordo com as Áreas Técnicas:

- (i) apesar de a Agência Classificadora de Risco ter informado que o cronograma da obra era apertado, a ARGUS (LFRating) alegou que seu teste de estresse se mostrava coerente com as premissas da BTBGE Ltda.;
- (ii) o baixo número de eventos corporativos no ano de 2017 ressalta o quão otimistas foram as projeções realizadas para o funcionamento do empreendimento hoteleiro;
- (iii) com base nas informações constantes do documento “*Overview Procedimentos Metodologia*”, ao discorrer sobre operações de securitização e os aspectos que caracterizam uma “Operação Estruturada” para efeitos dos fatores geradores de risco a serem considerados na avaliação de *rating*, verifica-se que, de acordo com o documento produzido pela ARGUS (LFRating), a EBPHP S/A e os títulos por ela emitidos não podem ser enquadrados em tal descrição. A praxe do mercado é “*classificar como operações estruturadas emissões de CRI, CRA, FIDC, e outros ativos congêneres, mas não debêntures com as características do caso*”;
- (iv) o objeto social da Emissora tem natureza jurídica distinta do que diz respeito ao objeto social de uma Securitizadora;
- (v) a ARGUS (LFRating) descumpriu o art.15<sup>[17]</sup> da ICVM 521, ao não elaborar os relatórios de classificação de risco de crédito em observância aos procedimentos e metodologias adotados pela agência;
- (vi) a indução em erro causada pela Agência Classificadora de Risco não se resume a um fato específico, mas à conclusão de que as debêntures em questão representam um investimento com baixo risco de inadimplemento; e
- (vii) a opinião da agência sobre o risco de inadimplência do Emissor é o principal “produto” fornecido pela ARGUS (LFRating), razão pela qual, como o relatório de classificação de risco de crédito da emissão da EBPHP S/A foi produzido com uma nota de crédito artificialmente otimista e desconectada dos parâmetros de mercado, da realidade da Emissora e da própria metodologia da Agência Classificadora de Risco, induzindo os usuários do relatório em erro quanto à situação creditícia do ativo financeiro, conclui-se pelo descumprimento do art. 10, II, da ICVM 521.

## **DA RESPONSABILIZAÇÃO**

80. Ante o exposto, a SIN e a SRE propuseram a responsabilização<sup>[18]</sup> da ARGUS CLASSIFICADORA DE RISCO DE CRÉDITO LTDA. (atual denominação da LFRating) e de sua Administradora e sócia, MARIA CHRISTINA TAVARES MACIEL, por infração ao art. 10, II, da ICVM 521.

## **SEÇÃO 4 - PA CVM SEI 19957.007904/2019-11**

### **DA ORIGEM**

81. Inicialmente, cumpre informar que a proposta de Termo de Compromisso foi apresentada previamente à lavratura de Relatório de Inquérito pela SPS.

82. Conforme sintetizado pela SPS, área responsável pela condução do Inquérito, ações de fiscalização envolvendo a atuação de um Fundo de Investimento em Participações (“FIP”), iniciadas em 2015 pela SIN, resultaram na instauração de

diversos processos em diferentes áreas de atuação da CVM.

83. Entre esses processos está o presente inquérito, ainda em andamento, que foi instaurado após proposta da SRE para apuração de *“suspeitas de operação fraudulenta, com captação de recursos financeiros de terceiros, mediante ofertas públicas, com esforços restritos, de debêntures da companhia fechada X.P.S.A”*.

## **DOS FATOS**

84. Assim como os demais processos neste Relatório, a operação objeto de análise neste processo está sujeita ao regime da ICVM 476. Trata-se da oferta pública distribuída com esforços restritos da 1ª emissão de debêntures da XP S/A, que teve início em 03.04.2014, encerramento em 10.01.2017 e subscrições realizadas entre 11.04.2014 e 17.12.2015.

85. A oferta captou um total de R\$ 315 milhões em recursos financeiros de terceiros, especialmente de cotistas de RPPS e de fundos de pensão estatais.

## **DA MANIFESTAÇÃO DAS ÁREAS TÉCNICAS (SRE E SPS)**

### **DA MANIFESTAÇÃO DA SRE**

86. A SRE entendeu que novas diligências seriam necessárias para aprofundamento das investigações, tendo em vista que ações de fiscalização da CVM detectaram (i) que os recursos captados nessa emissão foram utilizados na subscrição de cotas do FIP; e (ii) deficiências diversas na elaboração dos laudos de avaliação que precificaram essas cotas.

87. Diante dessas constatações e também da existência de outras ofertas similares e potencialmente irregulares envolvendo alguns dos mesmos participantes, a SRE propôs a instauração do inquérito com vistas a esclarecer (i) a destinação dos recursos captados e sua aderência à escritura de emissão das debêntures; e (ii) a veracidade das informações relativas às garantias definidas na escritura de emissão, identificando omissões, falhas ou defeitos.

88. Adicionalmente, a SRE listou os regulados que deveriam ser investigados – Ofertante, Intermediário Líder, Agente Fiduciário, Agência de Classificação de Risco de crédito e Gestores e Administradores Fiduciários dos fundos na data de subscrição das debêntures – e as principais disposições normativas potencialmente infringidas por cada um.

### **DA MANIFESTAÇÃO DA SPS**

89. A SPS destacou que as irregularidades tratadas no âmbito da Proposta de Termo de Compromisso estão relacionadas à atividade de classificação de risco de crédito e que a ARGUS também elaborou relatórios de *rating* de outras ofertas sujeitas ao regime da ICVM 476 que tinham como emissoras sociedades pertencentes ao mesmo grupo societário da XP S/A.

90. Em relação à oferta da XP S/A, os seguintes procedimentos já foram realizados na investigação em curso:

(i) envio de ofícios à ARGUS solicitando (a) a guarda dos documentos relativos à emissão das debêntures; e (b) esclarecimentos e documentos relativos à classificação de risco da emissão;

(ii) tomada de depoimento do funcionário da ARGUS que assinou os relatórios de *rating* da emissão; e

(iii) envio de ofício solicitando que MARIA CHRISTINA, responsável pela atividade de classificação de risco de crédito da ARGUS, prestasse esclarecimentos.

91. Por fim, a SPS relatou que a realização de novas diligências ainda não foi descartada, tendo em vista que parte da vasta documentação recebida, relacionada tanto à ARGUS quanto aos demais investigados, ainda se encontra em análise.

## **SEÇÃO 5 - PA CVM SEI 19957.006702/2019-44**

### **DA ORIGEM**

92. Inicialmente, cumpre informar, assim como no caso anterior, que a proposta de Termo de Compromisso foi apresentada previamente à emissão de Relatório de Inquérito pela SPS.

93. O processo teve origem no processo<sup>[19]</sup> instaurado pela SRE, no âmbito da Supervisão Baseada em Risco (“SBR”), referente ao biênio 2017-2018, tendo sido realizada uma ação temática em relação a ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos com suspeitas de irregularidades envolvendo RPPS.

### **DOS FATOS**

94. Em 13.04.2017 e 30.06.2017, foram emitidas debêntures pela PTL S/A e XP S/A, respectivamente, as quais foram subscritas por fundos de investimento no mercado primário, compostos por cotistas do RPPS, com os seguintes dados:

<b>Emissor</b>	<b>PTL S/A</b>	<b>XP S/A</b>
Valor Mobiliário	Debêntures Simples	Debêntures Simples
Data da emissão	<b>13.04.2017</b>	<b>30.06.2017</b>
Valor emitido	R\$ 24 milhões	R\$ 41 milhões

95. Cabe esclarecer que as operações em tela, ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, foram objeto de inspeção pela então Superintendência de Fiscalização Externa, cujos resultados foram utilizados pela SRE, a qual, tendo em vista a necessidade de aprofundamento sobre as suspeitas de operação fraudulenta, com captação de **R\$ 65 milhões** em recursos financeiros de terceiros e potencial prejuízo aos investidores, propôs a instauração de Inquérito Administrativo (“IA”), que ainda se encontra em fase de investigação.

96. De acordo com a SRE, e assim como nos demais casos anteriormente relatados, para que as irregularidades específicas caracterizem a ocorrência de uma situação anormal de mercado, é relevante que cada um dos regulados não exerça seus deveres, conjuntamente, independentemente da identidade dos outros participantes envolvidos:

(i) Ofertante: não oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores (art. 10 da ICVM 476);

(ii) 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 (art. 11, V, da ICVM 583);

(iii) Agência Classificadora de Risco de crédito: não adotar providências para evitar a emissão de classificação de risco de crédito que induza o usuário em erro quanto à situação creditícia do emissor e do ativo financeiro (art. 10, II, da ICVM 521);

(iv) 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 (art. 11, I, da ICVM 476);

(v) Gestor: não exercer 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 (art. 92, I, da ICVM 555); e

(vi) Administrador: não cumprir o seu dever de fiscalizar a atuação do gestor contratado (art. 90, X, da ICVM 555).

## **DA MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA (SPS)**

97. De acordo com a SPS:

(i) as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, reguladas pela ICVM 476, são automaticamente dispensadas de registro; logo, não passam por análise prévia da CVM. Assim, as responsabilidades dos participantes da oferta são ainda mais relevantes para prevenir e coibir a ocorrência de irregularidades;

(ii) os recursos captados com a emissão de debêntures de XP S/A tiveram como objeto a subscrição de cotas de um FIP e vem na sequência da emissão de debêntures de outra sociedade, no âmbito do IA CVM nº 19957.007904/2019-11 (descrito na Seção 4 deste Relatório), para subscrição de cotas do mesmo FIP; e

(iii) a PROPONENTE está sob investigação em virtude de irregularidades em sua atuação como agência classificadora de risco de crédito das emissões de debêntures da PTL S/A e da XP S/A. Além disso, verificou-se que a ARGUS também elaborou os Relatórios de *Rating* de outras ofertas baseadas na ICVM 476, que tinham como emissoras sociedades pertencentes ao mesmo grupo societário da XP S/A.

98. Por fim, a SPS informou que parte da vasta documentação recebida pela área, relacionada tanto à ARGUS quanto aos demais investigados, ainda se encontra em análise, não tendo sido descartada a possibilidade de realização de novas diligências.

## **SEÇÃO 6 - PA CVM SEI 19957.004801/2018-19, PA CVM SEI 19957.002813/2019-81, PA CVM SEI 19957.006871/2018-01, PA CVM SEI 19957.007913/2019-02, PA CVM SEI 19957.004658/2019-38; e PA CVM SEI 19957.006298/2018-28**

### **PA CVM SEI 19957.004801/2018-19**

99. A SRE informou que o processo foi aberto com o objetivo de investigar e apurar as irregularidades na emissão de debêntures da MEI SPE S/A, e, apesar de terem sido encontradas irregularidades formais, o processo foi encerrado, em 31.08.2020, após o envio de Ofício de Alerta, tendo em vista que a oferta foi interrompida sem que tivessem sido subscritas debêntures.

### **PA CVM SEI 19957.002813/2019-81 e PA CVM SEI 19957.006871/2018-01**

100. O PA CVM SEI 19957.002813/2019-81 e o PA CVM SEI 19957.006871/2018-01 foram arquivados pela SIN, após terem sido encaminhados pela SRE para que a área avaliasse quais providências iria adotar relacionadas às PROPONENTES, tendo a SIN arquivado os processos, sob o seguinte fundamento:

"(...) o arquivamento do presente processo em razão do cancelamento de ofício do registro da Argus, por força do art. 4º, I, "b", da Instrução CVM nº 607/19. Nesse contexto,

julga-se que o mencionado cancelamento é a medida mais efetiva de supervisão por afastar o regulado do mercado sob a égide desta Autarquia."

#### **PA CVM SEI 19957.007913/2019-02**

101. A SIN informou que a ARGUS "*não consta como potencial acusada no processo*", pois o cancelamento de ofício da autorização da Agência Classificadora de Risco foi considerado pela área "*como medida alternativa suficiente e mais eficaz de enforcement contra o participante*", nos termos da ICVM 607.

#### **PA CVM SEI 19957.004658/2019-38**

102. A SIN informou que o **PA CVM SEI 19957.004658/2019-38** se referia à inspeção da ARGUS pela área que concluiu pelo cancelamento do registro da Agência Classificadora de Risco de crédito, tendo o processo sido encerrado em 06.11.2019, com o deferimento do cancelamento pelo Colegiado.

#### **PA CVM SEI 19957.006298/2018-28**

103. A SRE informou que o processo foi encerrado após o envio de Memorando ao Superintendente Geral ("SGE"), datado de 21.05.2020, que propôs a abertura de Inquérito Administrativo para se apurar autoria e materialidade de infrações em oferta pública com esforços restritos de debêntures da LSHBEI S/A, por meio da qual foram captados R\$ 50 milhões em recursos financeiros de fundos de investimentos, cujos principais cotistas são RPPS e Fundos de Pensão de Estatais.

104. De acordo com a SPS, após aprovação da proposta de inquérito pelo SGE, em 02.06.2020, o PA CVM SEI 19957.003390/2020-51 foi encaminhado para a área interna competente, para as demais providências exigíveis.

#### **DA PROPOSTA CONJUNTA E GLOBAL DE CELEBRAÇÃO DE TERMO DE COMPROMISSO**

105. Em 01.10.2020, **ARGUS CLASSIFICADORA DE RISCO DE CRÉDITO LTDA.** (atual denominação da LFRating) e **MARIA CHRISTINA TAVARES MACIEL** apresentaram **PROPOSTA CONJUNTA E GLOBAL DE TERMO DE COMPROMISSO** com vistas ao encerramento dos 11 (onze) processos abaixo listados:

- (i) IA CVM SEI 19957.006702/2019-44;
- (ii) IA CVM SEI 19957.007904/2019-11;
- (iii) PA CVM SEI 19957.006298/2018-28;
- (iv) PA CVM SEI 19957.006871/2018-01;
- (v) PA CVM SEI 19957.002813/2019-81;
- (vi) PA CVM SEI 19957.004801/2018-19;
- (vii) PAS CVM SEI 19957.010958/2018-755;
- (viii) PAS CVM SEI 19957.008816/2018-486;
- (ix) PAS CVM SEI 19957.008143/2018-267;
- (x) PA CVM SEI 19957.007913/2019-02; e
- (xi) PA CVM SEI 19957.004658/2019-38.

106. A PROPOSTA CONJUNTA E GLOBAL apresentada se resume a:

- (i) pagamento para a CVM, por cada PROPONENTE, do valor de R\$ 30.000,00 (trinta mil reais), o que resulta em R\$ 60.000,00 (sessenta mil reais) para o encerramento dos 11 (onze) processos, em parcela única;

(ii) saída definitiva da ARGUS do mercado regulamentado, de forma que não será requerida nova obtenção de registro como agência de classificação de risco de crédito perante a CVM; e

(iii) cessação definitiva da participação da administradora MARIA MACIEL em atividades de direção de agência de classificação de risco de crédito.

107. Adicionalmente, as PROPONENTES alegam que a saída definitiva de ambas do mercado de valores mobiliários é a “*contrapartida mais gravosa que poderia se impor*” e que não seriam identificáveis quaisquer prejuízos.

## **DA MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA -PFE**

108. Em razão do disposto no art. 83 da ICVM 607, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE/CVM apreciou os aspectos legais da proposta de Termo de Compromisso, tendo se manifestado no seguinte sentido:

108.1. **PAS CVM SEI 19957.008816/2018-48** - PARECER n. 00074/2020/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos: **inexistência de óbice jurídico à celebração de Termo de Compromisso** com as PROPONENTES, em razão da cessação da prática ilícita, devendo, no entanto, a SIN e a SRE “*confirmarem a ausência de prejuízo a investidores*”.

Em relação aos incisos I (cessação da prática) e II (correção das irregularidades) do §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, a PFE/CVM destacou que:

*“(...) firmou-se nesta Casa o entendimento de que se ‘as irregularidades imputadas tiverem ocorrido em momento anterior e não se tratar de ilícito de natureza continuada ou não houver nos autos quaisquer indicativos de continuidade das práticas apontadas como irregulares, considerar-se-á cumprido o requisito legal, na exata medida em que não é possível cessar o que já não existe’.*  
(...)”

As apurações efetuadas nos presentes autos abrangem um período de tempo específico, mas a proposta global leva à conclusão de que **os indícios de indução de investidores a erro por meio de classificação de risco artificialmente otimista ocorreram com relação a pelo menos onze ativos diferentes**, o que leva a crer em uma continuidade delitiva.

(...) em 05 de novembro de 2019, o **Colegiado da CVM confirmou o cancelamento de registro da Agência** (...). Assim, **considera-se que houve cessação da prática irregular.**

No que diz respeito à correção da irregularidade (...)

**(...) sugere-se que as áreas técnicas confirmem a inexistência de prejuízos a investidores, fator imprescindível à celebração do Termo de Compromisso.**

(...)

(...) no que diz respeito aos valores oferecidos pelos proponentes, caberá ao II. Comitê de Termo de Compromisso avaliar sua idoneidade para a efetiva prevenção a novos ilícitos e o cumprimento do caráter pedagógico da ação sancionadora da CVM.” **(grifado)**

A PFE/CVM destacou ainda o seguinte:

“(...) indispensável pontuar que, sejam propostas

tendentes a encerrar apenas um processo, sejam propostas que têm por finalidade o encerramento consensual de diversos processos administrativos sancionadores instaurados para a apuração de irregularidades, a análise jurídica sobre o preenchimento dos requisitos dispostos no §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76 se dará em cada um dos processos instaurados, considerando as circunstâncias envolvidas de modo a se constatar: a cessação da prática das condutas ilícitas, a correção das irregularidades e, por fim, a compensação seja dos eventuais prejuízos individualmente identificados, seja dos danos difusos causados ao mercado de valores mobiliários como um todo.

Em consequência, a proposta será tão hábil a englobar tantos processos quantos se adequarem aos requisitos legalmente exigidos, excluindo-se de plano aqueles que porventura deixarem de observá-los.

Neste aspecto, considerando estritamente os requisitos legais *conditio sine qua non* à celebração do acordo administrativo, entende-se que, para este processo administrativo, na linha do que consta do Parecer suprarreferido, não se identifica óbice legal à celebração do termo de compromisso.”

**108.2. PAS CVM SEI 19957.010958/2018-75 - PARECER n. 00073/2020/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos: existência de óbice legal à celebração de Termo de Compromisso, em razão da “não adequação da proposta aos requisitos formais estabelecidos na Lei nº 6.385/76, especificamente na vertente indenizatória, posto que não há proposta de compensação dos prejuízos causados e quantificados na peça acusatória pela área técnica responsável”.**

Em relação aos incisos I e II do §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, a PFE/CVM destacou, em resumo, que:

“As apurações efetuadas nos presentes autos abrangem um período de tempo específico, mas a proposta global leva à conclusão de que, os indícios de indução de investidores a erro por meio de classificação de risco artificialmente otimista ocorreram com relação a pelo menos onze ativos diferentes, o que leva a crer em uma continuidade delitiva.

No entanto, verifica-se que, em 05 de novembro de 2019, o Colegiado da CVM confirmou o cancelamento de registro da Agência, inicialmente impingido, por meio do Ofício nº 55/2019/CVM/SIN/GIES, de 22 de abril de 2019.

Passando à correção da irregularidade, observa-se que, segundo informação do site da CVM na seção fundos de investimento, a carteira do fundo FIM (...) de novembro de 2018 não possuía mais as debêntures da (...) [ABEI S/A]. Assim, a princípio, não se observa prejuízo aos cotistas desse fundo.

No que diz respeito ao FIDC Illuminati, o gestor que sucedeu a (...) [F.] produziu, em 30.11.2018, um ‘Diagnóstico Preliminar dos Ativos’, no qual analisou as debêntures (...) e constatou que (...):

(...)

**6. a devedora não tem condições de amortizar o saldo da debênture na data originalmente pactuada** em decorrência do atraso na aprovação do projeto pela Prefeitura. Dessa forma, o início das obras está previsto para fevereiro de 2019 (1ª etapa) e fevereiro (2ª etapa) respectivamente e os lançamentos estão previstos para março de 2019 (1ª etapa) e março de 2020 (2ª etapa);

(...)

Dessa forma, para que fosse possível considerar que houve correção da irregularidade em relação aos cotistas (...) [desse fundo], os interessados precisariam, ao menos, demonstrar a satisfação dos debenturistas no que diz respeito à remuneração devida, a partir de janeiro de 2019, o que não ocorreu. (...)

Vale acrescentar, também, que, no Termo de Acusação, ficou consignada a relevância da participação de todos os agentes para a configuração da fraude. (...)

Pelo que se expôs, reitera-se, para que fosse possível considerar que houve correção da irregularidade, os acusados nestes autos precisariam, em conjunto ou separadamente, apresentar proposta ou demonstrar a satisfação dos debenturistas no que diz respeito à remuneração devida aos títulos, a partir de janeiro de 2019. No entanto, tal medida corretiva não ocorreu neste feito." **(grifos constam do original)**

**108.3. PAS CVM SEI 19957.008143/2018-26 - PARECER n. 00072/2020/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos: existência de óbice jurídico à celebração de Termo de Compromisso** com as PROPONENTES, em razão da "ausência de correção da irregularidade".

Em relação aos incisos I e II do §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, a PFE/CVM destacou, em resumo, que:

"(...) as apurações efetuadas abrangem um período de tempo específico, tendo, ademais, a oferta pública sido suspensa (TA). Mas a proposta global leva à conclusão que **os indícios de irregularidade** (indução de investidores a erro, por meio de classificação de risco artificialmente otimista) **exsurtem em relação a pelo menos onze ativos diferentes, o que leva a crer em uma continuidade delitiva por parte da Agência.**

(...) em 05 de novembro de 2019, o **Colegiado da CVM confirmou o cancelamento de seu registro** (...). Assim, **considera-se que houve cessação da prática irregular.**

No que diz respeito à correção da irregularidade (...) 'os recursos das RPPS eram repetidamente utilizados com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação ou para terceiros', tendo sido **mensuradas, ao menos, vantagens indevidas no valor de R\$ 1.634.863,39** (...)

(...)

**(...) para que fosse possível considerar que houve correção da irregularidade, os acusados nestes autos precisariam ter apresentado, em conjunto ou separadamente, proposta de reparação do prejuízo**

**apontado. No entanto, tal medida corretiva não ocorreu neste feito.” (grifado)**

A PFE/CVM destacou ainda o seguinte:

**“No presente caso, (...) está-se diante de situação em que justamente se identifica a não adequação da proposta aos requisitos formais estabelecidos na Lei nº 6.385/76, especificamente na vertente indenizatória, posto que não há proposta de compensação dos prejuízos causados e quantificados na peça acusatória pela área técnica responsável, impondo-se, assim, óbice à celebração do termo de compromisso no bojo dos autos do presente processo administrativo sancionador.” (grifado)**

**108.4. PA CVM SEI 19957.007904/2019-11- PARECER n. 00086/2020/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos: existência de óbice jurídico à celebração de Termo de Compromisso, “haja vista a ausência de correção da irregularidade”.**

Em relação aos incisos I e II do §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, a PFE/CVM destacou, em resumo, que:

“(…) conclui-se que as apurações efetuadas abrangem um período de tempo específico. Mas a proposta global leva à conclusão de que os indícios de irregularidade (indução de investidores a erro, por meio de classificação de risco artificialmente otimista) exsurtem em relação a pelo menos três ativos diferentes, o que leva a crer em uma continuidade delitiva por parte da Agência.

No entanto, verifica-se que, em 05 de novembro de 2019, o Colegiado da CVM confirmou o cancelamento de seu registro, inicialmente impingido por meio do Ofício nº 55/2019/CVM/SIN/GIES, de 22 de abril de 2019. **Assim, considera-se que houve cessação da prática irregular.**

**No que diz respeito à correção da irregularidade, diante dos indícios de fraude na captação e, em linha com as manifestações desta PFE, nos autos dos Processo CVM nº 19957.008143/2018-26, nº 19957.008816/2018-48 e nº 19957.010958/2018-75, em relação aos quais também foi apresentada a oferta global, para que fosse possível considerar que foi atendido o requisito legal, os investigados nestes autos precisariam ter apresentado, em conjunto ou separadamente, proposta de restituição dos valores captados junto aos investidores. No entanto, tal medida corretiva não ocorreu neste feito.” (grifado)**

**108.5. PA CVM SEI 19957.006702/2019-44 - PARECER n. 00085/2020/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos: existência de óbice jurídico à celebração de Termo de Compromisso, “haja vista a ausência de correção da irregularidade”.**

Em relação aos incisos I e II do §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, a PFE/CVM destacou, em resumo, que:

“As apurações efetuadas nos presentes autos abrangem um período de tempo específico, mas a proposta global leva à conclusão de que, os indícios de indução de

investidores a erro por meio de classificação de risco artificialmente otimista ocorreram com relação a pelo menos onze ativos diferentes, o que leva a crer em uma continuidade delitiva.

No entanto, verifica-se que, em 05 de novembro de 2019, o Colegiado da CVM confirmou o cancelamento de registro da Agência, inicialmente impingido, por meio do Ofício nº 55/2019/CVM/SIN/GIES, de 22 de abril de 2019. **Assim, considera-se que houve cessação da prática irregular.**

No que diz respeito à correção da irregularidade, diante dos indícios de fraude na captação e, **em linha com as manifestações desta PFE, nos autos dos Processo CVM nº 19957.008143/2018-26, nº 19957.008816/2018-48 e nº 19957.010958/2018-75**, em relação aos quais também foi apresentada a oferta global, para que fosse possível considerar que foi atendido o requisito legal, **os investigados nestes autos precisariam ter apresentado, em conjunto ou separadamente, proposta de restituição dos valores captados junto aos investidores. No entanto, tal medida corretiva não ocorreu neste feito." (grifado)**

**108.6. PA CVM SEI 19957.004801/2018-19, PA CVM SEI 19957.002813/2019-81, PA CVM SEI 19957.006871/2018-01, PA CVM SEI 19957.007913/2019-02, PA CVM SEI 19957.004658/2019-38 e PA CVM SEI 19957.006298/2018-28** - com relação a esses processos, a manifestação da PFE/CVM foi proferida no decorrer da reunião do Comitê de Termo de Compromisso e será relatada oportunamente.

## **DA DELIBERAÇÃO DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO**

109. O art. 86 da ICVM 607 estabelece que, além da oportunidade e da conveniência, há outros critérios a serem considerados quando da apreciação de propostas de termo de compromisso, tais como a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados<sup>[20]</sup>, a colaboração de boa-fé e a efetiva possibilidade de punição no caso concreto.

110. Nesse tocante, há que se esclarecer que a análise do Comitê é pautada pelas grandes circunstâncias que cercam o caso, não lhe competindo apreciar o mérito e os argumentos próprios de defesa, sob pena de convolar-se o instituto de Termo de Compromisso em verdadeiro julgamento antecipado. Em linha com orientação do Colegiado, as propostas de termo de compromisso devem contemplar obrigação que venha a surtir importante e visível efeito paradigmático junto aos participantes do mercado de valores mobiliários, desestimulando práticas semelhantes.

111. Considerando tratar-se de proposta de Termo de Compromisso Global, o prazo para apreciação da proposta como um todo foi fixado para apreciação tempestiva pelo Comitê tendo em vista a data da entrada do primeiro parecer da PFE (contendo manifestação sobre a proposta de um dos processos relacionados na proposta Global) na SGE.

112. Assim sendo, e considerando que o PA SEI 19957.006702/2019-44 foi recebido na SGE em 08.12.2020, o prazo final para apreciação de todas as propostas de Termo de Compromisso se encerraria em 14.01.2021, em observância ao prazo previsto no art. 83, §3º, da ICVM 607, razão pela qual todos os processos relacionados na PROPOSTA GLOGAL DE TERMO DE COMPROMISSO foram apreciados pelo Comitê na reunião extraordinária realizada no dia

14.01.2021<sup>[21]</sup>.

113. À luz do acima exposto, e na referida reunião, o CTC deliberou conforme será, abaixo, relatado.

**PAS CVM SEI 19957.008816/2018-48, PAS CVM SEI 19957.010958/2018-75, PAS CVM SEI 19957.008143/2018-26, PA CVM SEI 19957.007904/2019-11 e PA CVM SEI 19957.006702/2019-44**

114. Presente à reunião, a SRE destacou que, em relação aos 5 (cinco) processos acima listados, o Parecer referente ao PAS CVM SEI 19957.008816/2018-48 teria sido o único no qual a PFE/CVM se manifestou no sentido de que não haveria óbice, desde que a SIN e a SRE atestassem a inexistência de prejuízo para os investidores. No entanto, na reunião, a Área Técnica informou ao CTC que a Emissora VCPI S/A *“estava inadimplente em relação aos pagamentos de juros e amortização das debêntures”*.

115. Também presente à reunião, o Procurador-Chefe esclareceu que não existe óbice referente à necessidade de indenização a investidores no que diz respeito à Agência Classificadora de Risco de crédito em si. No entanto, pontuou a relevância do que foi relatado pelas Áreas Técnicas nas peças acusatórias, no sentido de que se, ao menos, um dos participantes tivesse cumprido o seu papel conforme a legislação aplicável, as irregularidades não teriam ocorrido, tendo, portanto, todos os envolvidos nos processos, segundo o Procurador-Chefe, concorrido para os prejuízos em tese ocasionados aos investidores, notadamente cotistas RPPS e Fundos de Pensão Estatais.

116. Assim sendo, considerando (i) que se trata de conduta perpetrada ao longo do tempo, na qual as PROPONENTES adotaram o mesmo *“modus operandi”* e em diversas situações; (ii) os prejuízos em tese ocasionados aos investidores e a necessidade de reparação de tais prejuízos apontada pela PFE, sendo que, tal como apontado pelas Áreas Técnicas, *“para que as irregularidades individuais permitam a ocorrência de uma situação anormal de mercado, é relevante que cada um dos regulados não exerça seus deveres, conjuntamente, independentemente de quem sejam os outros participantes envolvidos”*, ou seja, que todos, de uma ou outra forma, concorram para os prejuízos ocasionados; (iii) a possibilidade de se estar diante de um cenário de fraude; (iv) as características específicas das operações e das partes envolvidas; (v) não existir julgamento da CVM sobre o tema; e (vi) o fato de que outros PROPONENTES já haviam apresentado proposta de Termo de Compromisso, as quais foram rejeitadas pelo Colegiado da CVM, o CTC entendeu que seria conveniente e oportuno que os casos fossem levados a julgamento.

**PA CVM SEI 19957.004801/2018-19**

117. Considerando que o processo foi encerrado, em 31.08.2020, após o envio de Ofício de Alerta, na referida reunião, o Comitê entendeu que o pleito de celebração de ajuste no referido processo perdeu o objeto, razão pela qual deliberou pelo NÃO CONHECIMENTO do pedido em tela nessa parte.

**PA CVM SEI 19957.007913/2019-02**

118. Considerando que as PROPONENTES *“não constam como potenciais acusadas no processo”*, pois o cancelamento de ofício da autorização da Agência Classificadora de Risco de crédito foi considerado pela SIN *“como medida alternativa suficiente e mais eficaz de enforcement contra o participante”*, o Comitê entendeu que o pleito de celebração de ajuste no referido processo perdeu o objeto, razão pela qual deliberou pelo NÃO CONHECIMENTO do pedido nessa

parte.

#### **PA CVM SEI 19957.004658/2019-38**

119. Considerando que a SIN informou que o processo se refere à inspeção da ARGUS, que concluiu pelo cancelamento do registro da agência, tendo o Procurador-Chefe, presente à reunião, se manifestado no sentido de que, por se tratar de processo de cancelamento de registro (processo não sancionador), a proposta para o presente caso não deveria ser conhecida pelo CTC, tal entendimento foi acompanhado pelo órgão, que deliberou pelo NÃO CONHECIMENTO do pedido nessa parte.

#### **PA CVM SEI 19957.006298/2018-28**

120. Considerando que a SRE informou que o processo foi encerrado após o envio do Memorando à SGE propondo a abertura de Inquérito Administrativo, o Comitê deliberou pelo NÃO CONHECIMENTO do pedido nessa parte, em razão de perda de objeto, tendo em vista que o processo já havia sido encerrado antes mesmo de a proposta de Termo de Compromisso ter sido apresentada (01.10.2020).

121. Adicionalmente, e considerando que a SPS informou que, após aprovação da proposta de inquérito pela SGE, em 02.06.2020, o PA CVM SEI 19957.003390/2020-51 foi encaminhado para a área competente, o CTC solicitou que a SPS encaminhasse o processo para a PFE/CVM e informou que, assim que o órgão se manifestasse em relação aos incisos I e II do §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, o Comitê, oportunamente, e inclusive por razões de economia processual, tendo em vista a intenção externada pelos PROPONENTES de encerrar todos os processos abertos, elaborará aditamento ao presente Parecer, para se pronunciar sobre a possibilidade de celebração de ajuste no PA CVM SEI 19957.003390/2020-51.

#### **PA CVM SEI 19957.002813/2019-81 e PA CVM SEI 19957.006871/2018-01**

122. Considerando que a SIN informou ao CTC que ambos os processos haviam sido arquivados em razão do cancelamento de ofício do registro da ARGUS, por força do art. 4º, I, “b”, da ICVM 607, bem como que o mencionado cancelamento, no entender da SIN, se revelava “*medida mais efetiva de supervisão por afastar o regulado do mercado sob a égide desta Autarquia*”, o Comitê entendeu que o pleito de celebração de ajuste nos referidos processos perdeu o objeto, razão pela qual deliberou pelo NÃO CONHECIMENTO do pedido nessa parte.

#### **DA CONCLUSÃO**

123. Em razão do acima exposto, e superada a preliminar de intempestividade apontada em relação ao PAS CVM SEI 19957.010958/2018-75, o Comitê de Termo de Compromisso, em deliberação ocorrida em 14.01.2021<sup>[22]</sup>, decidiu propor ao Colegiado da CVM, relativamente à PROPOSTA CONJUNTA E GLOBAL de Termo de Compromisso apresentada por **ARGUS CLASSIFICADORA DE RISCO DE CRÉDITO LTDA** (atual denominação da LFRating) e **MARIA CHRISTINA TAVARES MACIEL**, o abaixo apresentado:

PROCESSO			PARECER DO CTC
1)	PAS	19957.008816/2018-48	REJEIÇÃO
2)	PAS	19957.010958/2018-75	REJEIÇÃO
3)	PAS	19957.008143/2018-26	REJEIÇÃO
4)	PA	19957.007904/2019-11	REJEIÇÃO
5)	PA	19957.006702/2019-44	REJEIÇÃO
6)	PA	19957.004801/2018-19	NÃO CONHECIMENTO
7)	PA	19957.002813/2019-81	NÃO CONHECIMENTO
8)	PA	19957.006871/2018-01	NÃO CONHECIMENTO
9)	PA	19957.007913/2019-02	NÃO CONHECIMENTO

10)	PA	19957.004658/2019-38	NÃO CONHECIMENTO
11)	PA	19957.006298/2018-28	NÃO CONHECIMENTO

Relatório finalizado em 21.03.2021.

[1] Outras 8 (oito) pessoas jurídicas e 9 (nove) pessoas naturais também foram responsabilizadas no Termo de Acusação por infrações variadas, não tendo sido apresentada, entretanto e no particular, proposta de celebração de Termo de Compromisso. Com efeito, além dos PROPONENTES, também foram responsabilizados no âmbito deste processo a Emissora (VCPI S/A) e seus sócios Presidente e Vice-Presidente (todos por infração ao item I c/c item II, letra “c”, da ICVM 08/79), o Agente Fiduciário (V DTVM S/A) (infrações aos incisos I, II e V do art. 11 da ICVM 583), o Intermediário Líder (O DTVM S/A) e sua Diretora (ambos por infração ao inciso I do artigo 11 da ICVM 476), o Gestor dos fundos (TMJCGR Ltda.) que subscreveram a oferta de debêntures e seu Diretor Responsável (ambos por infração ao inciso I do art. 92 da ICVM 555), os Administradores Fiduciários (BAR Ltda., PCV S/A, O DTVM S/A e G CCTVM S/A) dos fundos que subscreveram a oferta e as respectivas pessoas naturais responsáveis (todos por infração ao inciso X do art. 90 da ICVM 555).

Durante o processo de finalização deste Parecer, o Agente Fiduciário também apresentou uma proposta global de Termo de Compromisso abarcando 4 (quatro) processos, a qual ainda está na PFE/CVM para manifestação, e, após o trâmite de apreciação do assunto pelo Comitê de Termo de Compromisso, deverá ser elaborado um Parecer Conjunto e Global a ser oportunamente encaminhado para apreciação do Colegiado.

[2] A oferta de debêntures da VCPISA foi uma oferta pública de valores mobiliários regida pela ICVM 476, a qual, por ser automaticamente dispensada de registro, não depende de análise prévia do órgão regulador.

[3] Cabe mencionar que **consta do Termo de Acusação a subscrição de 32.519 debêntures, no valor total de R\$ 33.393.454,69** (trinta e três milhões, trezentos e noventa e três mil, quatrocentos e cinquenta e quatro reais e sessenta e nove centavos). Entretanto, **no decorrer da análise da proposta de Termo de Compromisso, a SRE informou ao Comitê de Termo de Compromisso a alteração da quantidade e do valor total subscrito. A SRE informou que foram subscritas 33.165 debêntures da primeira série, tendo sido captados R\$ 34.093.798,56** (trinta e quatro milhões, noventa e três mil, setecentos e noventa e oito reais e cinquenta e seis centavos).

[4] Vide Nota Explicativa (N.E.) 01.

[5] Além das PROPONENTES, outras 8 (oito) pessoas jurídicas e 7 (sete) pessoas naturais também foram responsabilizadas no Termo de Acusação por infrações variadas, das quais uma pessoa jurídica (Emissora) e uma pessoa natural já haviam apresentado proposta conjunta de celebração de Termo de Compromisso, a qual foi rejeitada pelo Colegiado da CVM em decisão de 24.03.2020 (disponível em

[http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200324\\_R1/20200324\\_D1572.html](http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200324_R1/20200324_D1572.html)).

Além dos PROPONENTES, também foram responsabilizados no âmbito deste processo as Emissoras (ABEI S/A e duas empresas sócias) e seus respectivos sócios ou Diretores (todos por infração ao item I c/c item II, letra “c”, da ICVM 08/79), o Agente Fiduciário (PT DTVM Ltda.) (infração ao item I c/c item II, letra “c”, da ICVM 08/79), o Intermediário Líder (O DTVM S/A) e sua Diretora (ambos por infração ao inciso I do artigo 11 da ICVM 476), o Gestor dos fundos (FMDGR S/A) que subscreveram a oferta de debêntures e seu Diretor Responsável (ambos por infração ao item I c/c item II, letra “c”, da ICVM 08/79), os Administradores Fiduciários (PCV S/A e G CCTVM S/A) dos fundos que subscreveram a oferta e as respectivas pessoas naturais responsáveis (todos por infração ao inciso X do art. 90 da ICVM 555).

[6] Art. 29. O acusado deverá apresentar sua defesa por escrito no prazo de 30 (trinta) dias após a citação, oportunidade em que deverá juntar os documentos destinados a provar suas alegações e especificar as demais provas que pretenda produzir, observado o disposto nos arts. 42 e 43 desta Instrução.

§1º O interessado deverá manifestar sua intenção de celebrar termo de compromisso até o término do prazo para a apresentação de defesa, e sem prejuízo do ônus de apresentação desta.

[7] As razões de defesa foram protocolizadas em 06.07.2019.

[8] Art. 84. Em casos excepcionais, nos quais se entenda que o interesse público determina a análise de proposta de celebração de termo de compromisso apresentada fora do prazo a que se refere o art. 82, tais como os de oferta de indenização integral aos lesados pela conduta objeto do processo e de modificação da situação de fato existente quando do término do referido prazo, a análise e negociação da proposta poderá ser realizada pelo Diretor Relator.

[9] Processo SEI 19957.002498/2018-10.

[10] Art. 10. A agência de classificação de risco de crédito deve adotar providências para evitar a emissão de qualquer classificação de risco de crédito que:

(...)

§2º A agência classificadora de risco de crédito deve adotar, implementar e fazer cumprir procedimentos escritos que assegurem que as opiniões que ela divulgue estejam baseadas em uma análise detalhada de todas as informações que sejam do conhecimento da agência e relevantes para sua análise, de acordo com sua metodologia de classificação de risco.

[11] Art. 18. A agência de classificação de risco de crédito deve fazer a diferenciação, a partir do uso de símbolos, entre classificações emitidas para produtos financeiros estruturados e aquelas destinadas aos demais ativos financeiros.

[12] Art. 15. Os relatórios de classificação de risco de crédito devem ser elaborados em estrita observância aos procedimentos e metodologias adotados pela agência.

[13] Art. 10. A agência de classificação de risco de crédito deve adotar providências para evitar a emissão de qualquer classificação de risco de crédito que:

(...)

II - induza o usuário a erro quanto à situação creditícia de um emissor ou de um ativo financeiro.

[14] Idem N.E. 05.

[15] Além das PROPONENTES, outras 11 (onze) pessoas jurídicas e 14 (quatorze) pessoas naturais também foram responsabilizadas no Termo de Acusação por infrações variadas, das quais duas pessoas jurídicas (Administradora e Gestora) e duas pessoas naturais relacionadas a essas pessoas jurídicas já haviam apresentado proposta conjunta de celebração de Termo de Compromisso, a qual foi rejeitada pelo Colegiado da CVM em decisão de 17.12.2019 (disponível em [http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20191217\\_R1.html](http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20191217_R1.html)). Além dos PROPONENTES, também foram responsabilizados no âmbito deste processo as Emissoras (EBPHP S/A) e seus respectivos, sócio e presidente do CA, sócio e membro do CA, e membro do CA e Diretor Presidente (todos por infração ao item I c/c item II, letra "c", da ICVM 08/79), o Agente Fiduciário (PT DTVM Ltda.) (infração aos incisos I, II, V e VII do art. 11 da ICVM 583, considerada como infração grave conforme disposto no art. 21 da mesma Instrução), o Intermediário Líder (O DTVM

S/A) e sua Diretora (ambos por infração ao inciso I do artigo 11 da ICVM 476), os Gestores dos fundos (FMDGR S/A, EGR Ltda., UAGR Ltda., TRGAN Ltda. e BGR Ltda.) que subscreveram a oferta de debêntures e seus Diretores Responsáveis (todos por infração ao item I c/c item II, letra “c”, da ICVM 08/79), os Administradores Fiduciários (UAGR Ltda., I DTVM Ltda., PCV S/A, O DTVM S/A e G CCTVM S/A) dos fundos que subscreveram a oferta e as respectivas pessoas naturais responsáveis (todos por infração ao inciso X do art. 90 da ICVM 555).

[16] Processo SEI 19957.004744/2018-60.

[17] Art. 15. Os relatórios de classificação de risco de crédito devem ser elaborados em estrita observância aos procedimentos e metodologias adotados pela agência.

[18] Idem N.E. 15.

[19] Processo Administrativo CVM SEI 19957.010935/2018-61.

[20] **ARGUS CLASSIFICADORA DE RISCO DE CRÉDITO LTDA e MARIA CHRISTINA TAVARES MACIEL** constam como acusados nos processos: (i) PAS TA/RJ 2018/07225 (SEI 19957.008816/2018-48), por irregularidades atreladas à emissão e distribuição de debêntures, em inobservância do artigo 10, §1º, da ICVM 476, e em infração a (a) outras regras correlatas da CVM, e (b) ao disposto no inciso I c/c inciso II, alínea “c”, da ICVM 08. Com Relator para apreciação de defesas; (ii) PAS TA/RJ 2018/08717 (SEI 19957.010958/2018-75), por irregularidades atreladas à emissão e distribuição de debêntures em infração ao disposto no inciso I c/c inciso II, alínea “c”, da ICVM 08, e inobservância a outras regras correlatas da CVM. Com Relator para apreciação de defesas; (iii) PAS TA/RJ 2018/08719 (19957.008143/2018-26), por irregularidades detectadas atreladas à emissão e distribuição de debêntures, em infração ao disposto no inciso I c/c inciso II, alínea “c”, da ICVM 08, e inobservância a outras regras correlatas da CVM - 06/08/2019. Com Relator para apreciação de defesas. (Fonte: Sistema de Inquérito. Último acesso em 03.03.2021).

[21] Deliberado pelos membros titulares da SNC e da SPS e pelos substitutos da SGE, da SEP, da SMI e da SSR.

[22] Idem N.E. 21.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 23/03/2021, às 21:13, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Paulo Roberto Gonçalves Ferreira, Superintendente**, em 23/03/2021, às 21:14, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Francisco José Bastos Santos, Superintendente**, em 23/03/2021, às 21:14, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Vera Lucia Simões Alves Pereira de Souza, Superintendente**, em 23/03/2021, às 21:18, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Andrea Araujo Alves de Souza, Superintendente Geral Substituto**, em 23/03/2021, às 21:19, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 23/03/2021, às 21:23, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1223856** e o código CRC **999BF32B**.

*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" **1223856** and the "Código CRC" **999BF32B**.*

---