



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROPOSTA GLOBAL DE TERMO DE COMPROMISSO

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.010958/2018-75 e
PROCESSOS ADMINISTRATIVOS CVM 19957.000723/2021-71,
19957.007904/2019-11, 19957.006702/2019-44, 19957.006871/2018-01,
19957.002813/2019-81, 19957.004801/2018-19, 19957.007913/2019-02,
19957.004658/2019-38**

SUMÁRIO

PROCESSO	ÁREA	ACUSAÇÃO/ IRREGULARIDADE	PARECER DO CTC
PAS CVM 19957.010958/2018-75	SRE/SIN	Eventual infração, em tese, ao inciso II do art. 10 da Instrução CVM nº 521, de 25 de abril de 2012 ^[1] (“ICVM 521”), por, supostamente, não adotar providências para evitar a emissão de classificação de risco de crédito que induz o usuário em erro quanto à situação creditícia do emissor ou do ativo financeiro.	REJEIÇÃO
PA CVM 19957.006702/2019-44	SPS		
PA CVM 19957.007904/2019-11	SPS		
PA CVM 19957.000723/2021-71	SPS		
PA CVM 19957.004801/2018-19	SIN		NÃO CONHECIMENTO
PA CVM 19957.002813/2019-81	SIN		
PA CVM 19957.006871/2018-01	SRE		
PA CVM 19957.007913/2019-02	SIN		
PA CVM 19957.004658/2019-38	SIN		

PROPONENTE:

MARIA CHRISTINA TAVARES MACIEL

PROPOSTA:

Proibição temporária para o exercício de todas as atividades de que trata a Lei nº 6.385/1976 pelo período de 10 anos.

PARECER DA PFE/CVM:

COM ÓBICE

PROPOSTA GLOBAL DE TERMO DE COMPROMISSO
PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.010958/2018-75 e
PROCESSOS ADMINISTRATIVOS CVM 19957.000723/2021-71,
19957.007904/2019-11, 19957.006702/2019-44, 19957.006871/2018-01,
19957.002813/2019-81, 19957.004801/2018-19, 19957.007913/2019-02,
19957.004658/2019-38

PARECER TÉCNICO

1. Trata-se de nova proposta global de Termo de Compromisso apresentada, de forma individual, por MARIA CHRISTINA TAVARES MACIEL (“MARIA CHRISTINA” ou “PROPONENTE”), na qualidade de diretora responsável pela atividade de classificação de risco de crédito de agência classificadora de risco de crédito (“AGÊNCIA DE RATING” ou “AGÊNCIA”), no âmbito dos seguintes processos instaurados pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS”), pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) e pela Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (“SIN”), nos quais há outras pessoas acusadas/investigadas: (a) Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) CVM 19957.010958/2018-75 e PAS CVM 19957.008143/2018-26; e (b) Processo Administrativo (“PA”) CVM 19957.006702/2019-44, PA CVM 19957.007904/2019-11, PA CVM 19957.006298/2018-28, PA CVM 19957.006871/2018-01, PA CVM 19957.002813/2019-81, PA CVM 19957.004801/2018-19, PA CVM 19957.007913/2019-02, e PA CVM 19957.004658/2019-38.

I. DOS ESCLARECIMENTOS INICIAIS

2. Inicialmente, cumpre informar que, relativamente ao PAS CVM 19957.008143/2018-26, a proposta de Termo de Compromisso (“TC”) apresentada foi diretamente analisada pela Diretora Relatora, nos termos do art. 84, *caput*, da Resolução CVM nº 45/2021 (“RCVM 45”), tendo o Colegiado decidido, em 7/11/2023, pelo não conhecimento da proposta, tendo em vista sua intempestividade, nos termos do voto da Diretora Relatora.

3. Em razão disso, o presente parecer técnico não abrange o PAS CVM 19957.008143/2018-26.

4. Ainda no que diz respeito aos processos aqui analisados, cabe informar que, tendo em vista que a PROPONENTE identificou seu pleito como uma proposta global de TC e fez referência ao PA CVM 19957.006298/2018-28, o Comitê de Termo de Compromisso da CVM (“CTC” ou “Comitê”), seguindo orientação da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (PFE/CVM), decidiu^[2] incluir na análise da referida proposta o PA CVM 19957.000723/2021-71, ao qual o PA 19957.006298/2018-28 e o PA 19957.003390/2020-51 se encontram anexados. Em virtude disso, este Parecer Técnico passa a descrever e a se referir apenas ao PA CVM 19957.000723/2021-71.

II. PAS CVM SEI 19957.010958/2018-75

DA ORIGEM ^[3]

5. Trata-se de Termo de Acusação (“TA”) originado de processo ^[4] aberto para investigar eventuais irregularidades na 1ª emissão de debêntures da A.S/A, realizada nos moldes do disposto na Instrução CVM nº 476/2009 (“ICVM 476”).

DOS FATOS

6. Em 15/12/2016, foram emitidas 3.600 debêntures pela sociedade que foram subscritas por dois fundos de investimento compostos por cotistas de RPPS, com as seguintes características:

Emissora	A.S/A
Valor Nominal Unitário	R\$ 10 mil
Quantidade	3.600 unidades, em duas séries, uma de 2.000 debêntures e outra de 1600 debêntures
Valor total da emissão	R\$ 36 milhões
Data de início da oferta	15/12/2016
Data de encerramento	30/3/2017
Forma	Escritural e nominativa
Classe	Simple
Conversibilidade	Não conversíveis em ações da emissora
Espécie	Quirografária a ser convolada em garantia real
Forma de distribuição	Esforços restritos (ICVM 476)
Data de emissão	15/12/2016
Prazo de Vencimento	7 anos (15/12/2023)
Remuneração	8,5% a.a.
Pagamento da remuneração	A escritura de emissão das debêntures previa o pagamento da remuneração em 60 parcelas mensais e consecutivas, a partir do 24º mês, exclusive, a contar da data de emissão

7. Os mencionados fundos, um do tipo FIDC e o outro FIM, subscreveram 2.000 debêntures no valor de R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais), em 27/1/2017, e 1.600 debêntures, no valor de R\$ 16.335.959,86 (dezesseis milhões, trezentos e trinta e cinco mil, novecentos e cinquenta e nove reais e oitenta e seis centavos), em 30/3/2017, respectivamente.

8. De acordo com a SIN e a SRE, foram encontrados os seguintes principais problemas na oferta:

- destinação indevida dos recursos financeiros advindos da venda das debêntures;
- empréstimos e pagamentos irregulares realizados pela sociedade;
- não constituição da segunda garantia física;
- conflito de garantia (o mesmo imóvel foi oferecido como garantia aos debenturistas e a uma prefeitura);
- erro informacional na matrícula de imóvel dado em garantia;

- f) revisão do tamanho do terreno do empreendimento;
- g) laudo de avaliação do projeto sobrevalorizado;
- h) 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;
- i) relatório inconsistente produzido pela AGÊNCIA DE RATING que teria induzido seu leitor em erro;
- j) diligência insuficiente por parte da intermediária líder na prestação de informações completas sobre o investimento;
- k) falta de evidências de que a gestora dos fundos subscritora da oferta pública foi diligente na aquisição do ativo;
- l) permanência da gestora no empreendimento mesmo após ter tido a oportunidade de votar pelo vencimento antecipado em AGD; e
- m) 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)

9. A A.S/A é uma sociedade anônima fechada, cujas operações se iniciaram em 15/7/2015 e cujo objeto social é a: (a) compra, venda ou locação de imóveis, por meio da realização de empreendimentos imobiliários em geral, incorporações ou loteamentos; (b) administração e comercialização de imóveis próprios; e (c) participação em outras sociedades ou empreendimentos, inclusive como acionista ou cotista.

10. 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, seria pouco representativo de capital próprio para quem pretendia captar R\$ 36 milhões em uma emissão de debêntures com o capital de terceiros.

11. Essas áreas técnicas ressaltaram que, antes da oferta, os ativos da sociedade eram inexistentes, o que demonstraria 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.

12. A SIN e a SRE 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

13. Quanto à destinação dos recursos, estava previsto no Instrumento Particular de

Escritura da Emissão de Debêntures: (a) a aquisição de um imóvel no município 1 do RJ; (b) o desenvolvimento do empreendimento imobiliário nesse município; e (c) o pagamento de custos e despesas relacionadas à emissão.

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

a) alienação fiduciária de imóvel em garantia da totalidade das obrigações principais e acessórias assumidas pela emissora em favor do agente fiduciário:

(i) no município 1 do RJ; e

(ii) no município 2 do RJ, caso o volume total de debêntures subscritas e integralizadas atingissem valor superior a R\$ 20 milhões cumulativamente com a primeira garantia; e

b) 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 no município 1 do RJ.

15. No decorrer da investigação, as áreas técnicas apuraram que, no momento da oferta pública, havia conflito de garantias, em relação ao imóvel do município 1, uma vez que foi oferecido em garantia tanto para a prefeitura desse município como para os debenturistas da A.S/A.

16. Além disso, esse imóvel apresentava três diferentes números de matrícula: (a) um na escritura de emissão (datada de 15/12/2016); (b) outro número quando foi formalizada a compra do terreno (datada de 19/1/2017); e (c) um terceiro no 3º Aditamento da Escritura da Emissão das Debêntures (datada de 24/1/2017), 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.

17. Adicionalmente, cabe destacar que as áreas técnicas encontraram evidências de que o laudo de avaliação do imóvel do município 1, que fez parte do material de divulgação da oferta, (a) precificava a garantia em R\$ 25,3 milhões, valor duas vezes superior ao venal e fiscal, (b) 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 (c) estimava um sucesso de vendas de 100%, incompatível com a realidade apresentada na região em outros empreendimentos imobiliários similares.

DA AGÊNCIA DE RATING

18. O Comitê de Avaliação de Risco da AGÊNCIA DE RATING concedeu à emissão a classificação “BBB+” sobre a capacidade de pagamento da A.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* (“Relatório”), sendo esta a última versão antes da primeira subscrição da oferta de debêntures pelo FIDC, em 21/1/2017.

19. Cabe esclarecer que, na escala de classificação da AGÊNCIA DE RATING, 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”.

20. Em resposta a ofício da SRE, a AGÊNCIA DE RATING declarou existir equívoco na versão do Relatório utilizado pela fiscalização da CVM, por terem sido emitidas sete versões, em razão de *“constantes modificações e interpretações trazidas pelo estruturador”*.

21. No entanto, o 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.

22. Ainda em resposta ao mencionado ofício, a respeito da afirmação no referido Relatório de que os imóveis do município 1 e do município 2 corresponderiam a 138% do valor da emissão e de que já havia um “acerto” para sua aquisição, a AGÊNCIA DE RATING: (a) não esclareceu se tinha certeza de que os imóveis garantiriam a operação; (b) 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 A.S/A; e (c) afirmou que deveria ter sido informado *“que era um dado ainda não checado, mas aceito para efeito de avaliação preliminar”*.

23. Sobre a omissão de informações no Relatório, a AGÊNCIA DE RATING informou que:

a) não mencionou o capital social da A.S/A pelo fato de se tratar de uma sociedade de propósito específico (“SPE”), cujo dado era irrelevante para a operação estruturada;

b) 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

c) 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.

24. No entanto, de acordo com a SIN e a SRE, a A.S/A não seria uma SPE e, conforme manifestação da AGÊNCIA DE RATING, a emissão foi distribuída sem que houvesse um profissional responsável pela condução do empreendimento pretendido.

25. Em 29/3/2017, 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 30/3/2017.

26. Em resposta a questionamento da SRE sobre as questões do Relatório Definitivo, a AGÊNCIA DE RATING respondeu:

a) quanto ao número da matrícula do imóvel no município 1, que, *“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”;

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

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

d) sobre a origem da informação sobre a propriedade do imóvel do município 2 que essa: (i) foi fornecida pelo estruturador; e (ii) 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

e) em relação à divulgação do preço de mercado desse imóvel, sem informar o meio utilizado para atingir o valor, indicou que este foi baseado no laudo de avaliação de empresa idônea.

27. A SIN e a SRE concluíram que teria ficado evidenciado que a AGÊNCIA DE RATING:

a) prestou informações sem o devido cuidado quanto a sua veracidade;

b) não foi diligente, ao ignorar a visita *dedue 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;

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

d) 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

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

28. Embora a oferta em comento tenha recebido nota “A-” no Relatório Definitivo, cujo conceito reflete risco de inadimplência baixo, para a SIN e a SRE, o investimento apresentava 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.

29. Nesse sentido, a AGÊNCIA DE RATING apontou, em seu relatório, que: (a) fez a

avaliação com base no que foi projetado, considerando “*fatores de risco de não realização*”; e (b) existem riscos institucionais e legais de difícil mensuração, mas que afetam a operação; (c) a operação, por envolver vários agentes, é complexa; (d) 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 (e) o país ainda deverá estar em dificuldades políticas e financeiras, afetando o emprego e a renda, relevantes no momento do lançamento do empreendimento.

30. Outra fragilidade observada pelas áreas técnicas foi o fato de o emissor apresentar problemas em pelo menos seis dos sete macro fatores:

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

b) 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;

c) Qualidade dos ativos: inexistência de ativos no balanço patrimonial da A.S/A;

d) Adequação de capital: sendo o capital social da A.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;

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

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

31. Instada a se manifestar, a AGÊNCIA DE RATING declarou que:

a) *rating* é uma opinião baseada na ponderação entre os fatores avaliados como de risco e os amenizadores, sendo que, 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, de forma que a CVM pode ter interpretado que existiam muitos riscos pelo fato de estarem sendo apresentados sem a indicação dos fatores amenizadores;

b) a A.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

c) quando iniciaram suas operações, faziam principalmente *ratings* corporativos, por isso, disponibilizaram no seu sítio eletrônico, na rede mundial de computadores, a

metodologia relativa a esse tipo de avaliação, e, embora tenham acrescentado outros tipos de avaliação, essa ainda persiste no link “Metodologia”, tendo acrescentado que esse equívoco já foi ajustado.

32. A esse respeito, a SIN e a SRE observam que, em sua resposta, a AGÊNCIA DE RATING 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, bem como refutar a alegada incompatibilidade da nota de crédito imputada às debêntures da A.S/A com os procedimentos e metodologias adotados pela AGÊNCIA DE RATING.

33. Com relação ao fato de haver problemas em pelo menos seis dos sete macro fatores, o que não se coaduna com uma nota de crédito de baixo risco, segundo os critérios da sua própria metodologia, a AGÊNCIA DE RATING 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, 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*”.

34. No entanto, a SRE e a SIN indicaram que, nos relatórios em comento, a nota atribuída à escritura de emissão não apresentava tal marcador, o que pode denotar (a) equívoco na informação inicial, inclusive no relatório de *rating*, ou (b) que a argumentação apresentada poderia ter o intuito de induzir a CVM em erro.

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

a) informava 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*”;

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

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

36. Entretanto, a SIN e a SRE entenderam que não se poderia identificar a A.S/A ou o título por ela emitido como uma “operação estruturada”, considerando os aspectos que caracterizam esse tipo de operação. Adicionalmente, as áreas técnicas indicaram que, da leitura do objeto social da A.S/A, também se poderia inferir que a personalidade jurídica do emissor não se assemelha ao que diz respeito a uma securitizadora ou a uma SPE.

37. A SIN e a SRE ainda ressaltaram que a praxe do mercado de classificação de risco

seria, 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

38. Face ao exposto, a SRE e a SIN concluíram que os relatórios de classificação de risco de crédito produzidos pela AGÊNCIA DE RATING:

- a) apresentariam diversos erros informacionais ou omissões importantes em seu texto;
- b) não apontariam problemas como a incapacidade de o interveniente garantidor alienar a segunda garantia física (imóvel localizado no município 2) e o erro informacional na matrícula do imóvel dado em garantia (imóvel localizado no município 1); e
- c) atribuiriam uma nota de crédito às debêntures de forma incompatível com sua metodologia, e que não refletiria o real risco de crédito da emissão.

39. Assim sendo, as áreas técnicas concluíram que a AGÊNCIA DE RATING teria descumprido:

- a) o art. 15 da ICVM 521, ao não elaborar os relatórios de classificação de risco de crédito com observância aos procedimentos e metodologias adotados pela AGÊNCIA; e
- b) o inciso II do art. 10 da ICVM 521, uma vez que o relatório de classificação de risco de crédito da operação teria sido produzido com uma nota de crédito artificialmente otimista e distante dos parâmetros de mercado, da realidade da empresa e da própria metodologia da AGÊNCIA, induzindo os usuários do relatório em erro quanto à situação creditícia do ativo financeiro.

40. Por fim, cabe informar que a AGÊNCIA DE RATING foi alvo de providência de cunho cautelar (ora suspensa no que lhe diz respeito) consubstanciada na Deliberação CVM Nº 796, de 20/7/2018, 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.

41. Em 22/4/2019, o registro na CVM da AGÊNCIA DE RATING, na qual a PROPONENTE era diretora responsável pela atividade de classificação de risco de crédito, foi cancelado de ofício pela SIN, uma vez que a AGÊNCIA não mais atenderia aos requisitos e condições mínimas para o exercício da atividade de classificação de risco de crédito. Em que pese a AGÊNCIA DE RATING ter recorrido da decisão, na reunião de 5/11/2019, o Colegiado deliberou, por unanimidade, acompanhar o entendimento da SIN, decidindo pelo não provimento do recurso.

DA RESPONSABILIZAÇÃO

42. Ante o exposto, a SIN e a SRE propuseram a responsabilização da AGÊNCIA DE RATING e de sua sócia, MARIA CHRISTINA, por infração ao disposto no inciso II do art. 10 da ICVM 521.

III. PA CVM 19957.006702/2019-44

DA ORIGEM ^[5]

43. Trata-se de inquérito administrativo (“IA”) originado do PA CVM 19957.010935/2018-61, que foi aberto em decorrência do Plano de Supervisão Baseada em Risco da SRE referente ao biênio 2017-2018, no âmbito do qual foi realizada ação temática em relação a ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos envolvendo Regimes Próprios de Previdência Social - RPPS.

DOS FATOS

44. Em 13/4/2017 e 30/6/2017, foram emitidas debêntures pela PTL S/A e XMPART S/A, que foram subscritas no mercado primário por fundos de investimento compostos por cotistas RPPS.

45. As emissões tiveram as seguintes características:

Emissor	Valor Mobiliário	Data da emissão	Valor emitido
PTL S/A	Debêntures Simples	13/4/2017	R\$ 24 milhões
XMPART S/A	Debêntures Simples	30/6/2017	R\$ 41 milhões

46. A ODTVM, instituição que atuou como intermediária líder nessas operações e em outras ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos objeto da presente proposta global ^[6], foi objeto de inspeção pela Superintendência de Fiscalização Externa (SFI).

47. As informações constantes do relatório de inspeção ensejaram a elaboração de Termos de Acusação pela SRE. Contudo, no caso das emissões realizadas pela PTL S/A e pela XMPART S/A, tendo em vista a existência de suspeita de operação fraudulenta, o valor envolvido na captação (R\$ 65 milhões) e o potencial prejuízo a investidores, a SRE entendeu conveniente propor a instauração de inquérito administrativo, que ainda se encontra em fase de investigação.

48. Destaque-se que as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos reguladas pela então vigente ICVM 476 eram automaticamente dispensadas de registro, não sendo submetidas à análise prévia da CVM, o que realça a responsabilidades dos participantes da oferta para coibir a ocorrência de irregularidades.

49. Importante destacar que os recursos captados com a emissão de debêntures da XMPART S/A, tiveram como objeto a subscrição de cotas do ETB FIP, e vieram na

sequência da emissão de debêntures de outra companhia do grupo da XMPART S/A ^[7], também realizada para subscrição de cotas do ETB FIP.

DA MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

50. De acordo com a SPS:

a) as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, então reguladas pela ICVM 476, eram automaticamente dispensadas de registro, não sendo objeto de análise prévia pela CVM;

b) em razão disso, as responsabilidades dos participantes da oferta seriam ainda mais relevantes para prevenir e coibir a ocorrência de irregularidades;

c) os recursos captados com a emissão de debêntures de XMPART 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 19957.007904/2019-11 ^[8], para subscrição de cotas do mesmo FIP;

d) a PROPONENTE está sob investigação em virtude de irregularidades em tese em sua atuação como diretora responsável pela atividade de classificação de risco de crédito da AGÊNCIA DE RATING quanto às emissões de debêntures da PTL S/A e da XMPART S/A;

e) essa AGÊNCIA DE RATING também elaborou os relatórios de *rating* de outras ofertas baseadas na ICVM 476, que tinham como emissoras sociedades integrantes do mesmo grupo societário da XMPART S/A; e

f) a SPS fez contato com os investigados, especialmente no que concerne à emissão de debêntures de XMPART S/A, e obteve deles informações e documentos relacionados à emissão.

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

52. Observa-se que a investigação em curso diz respeito a irregularidades em tese em atuação enquanto agência classificadora de risco de crédito da emissão de debêntures da XMPART S/A e da PTL S/A. Ademais, verificou-se que a AGÊNCIA DE RATING também elaborou os relatórios de *rating* de outras ofertas realizadas nos termos da ICVM 476, que tinham como emissoras sociedades integrantes do mesmo grupo societário da XMPART S/A.

IV. PA CVM 19957.007904/2019-11

DA ORIGEM ^[9]

53. Trata-se de IA originado do PA CVM 19957.006406/2017-81, que tratou de

inspeção realizada no ETB FIP, que apurou indícios de infração a diversas normas editadas pela CVM. O relatório da fiscalização destacou que as cotas do ETB FIP, bem como outros instrumentos financeiros associados ao caso – dentre eles debêntures de emissão da companhia fechada XNPART S/A – foram distribuídas no mercado mediante ofertas públicas com esforços restritos, nos termos da ICVM 476.

54. O relatório de inspeção indicou também que os recursos captados na emissão da XNPART S/A tiveram como objeto a subscrição de cotas do ETB FIP, e que os laudos de avaliação que precificaram essas cotas apresentavam diversas deficiências em sua elaboração.

55. Após examinar os resultados da inspeção, a SRE entendeu que as investigações precisavam ser aprofundadas e propôs a instauração de IA para apurar, principalmente: (a) a destinação dos recursos captados pela XNPART S/A e sua aderência à escritura de emissão das debêntures; e (b) a veracidade das informações relativas às garantias definidas na escritura de emissão, identificando omissões, falhas ou defeitos. Dentre as pessoas cuja conduta deveria ser examinada, constou a AGÊNCIA DE RATING, na qual a PROPONENTE era diretora responsável pela atividade de classificação de risco de crédito.

DOS FATOS

56. O inquérito em curso tem por objetivo apurar suspeitas de operação fraudulenta, com captação de recursos financeiros de terceiros, mediante oferta pública com esforços restritos de debêntures de emissão da XNPART S/A. As investigações realizadas apontaram que a emissão de debêntures da XNPART S/A teria sido parte, supostamente, de um conjunto minuciosamente elaborado e bem sucedido de fraudes que tiveram início em 31/8/2010 com a criação do ETB FIP e se estenderam até a emissão de debêntures da XNPART S/A^[10], que teve início em 30/6/2017, poucos meses após o encerramento da emissão de debêntures da XNPART S/A.

57. A princípio, os recursos captados por meio do ETB FIP e dessas emissões seriam destinados, direta ou indiretamente, à implantação de uma nova bolsa de valores no Brasil.

58. Porém, não teria sido isso o que ocorreu, tendo os investidores perdido os recursos investidos – R\$ 315.802.481,73 (trezentos e quinze milhões, oitocentos e dois mil, quatrocentos e oitenta e um reais e setenta e três centavos), no caso da XNPART S/A.

59. O pretense empreendimento nunca se concretizou, visto que o pedido de autorização para funcionamento de entidade administradora de mercado regulamentado não chegou a ser analisado pela CVM em virtude da incompletude da documentação apresentada. A compreensão da complexa estrutura que teria sido montada para a realização das supostas fraudes, que envolveu várias empresas pertencentes a um mesmo grupo econômico e de pessoas, assim como diversas operações societárias ocorridas entre elas e seus sócios, exigiu uma análise acurada, pormenorizada e bastante trabalhosa da vasta gama de documentos e informações

obtidos no decorrer da instrução do inquérito.

60. A inclusão de MARIA CHRISTINA no rol de investigados se deu em razão de sua atuação como diretora responsável pela atividade de classificação de risco de crédito da AGÊNCIA DE RATING.

DA MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

61. De acordo com a SPS:

a) a AGÊNCIA DE RATING elaborou todos os relatórios de *rating* da emissão de debêntures da XNPART S/A e, também, de outras ofertas baseadas na ICVM 476 que tinham como emissoras sociedades pertencentes ao mesmo grupo societário da XNPART S/A, e que ocorreram antes e depois da oferta dessa companhia fechada, dentre as quais a realizada pela XMPART S/A;

b) o relatório de inquérito no âmbito do PA 19957.006702/2019-44 indicará, entre outros elementos, que as provas constantes dos autos supostamente demonstrariam que a AGÊNCIA DE RATING infringiu o disposto nos arts. 10, I e II, e 15 da ICVM 521, vigente à época dos fatos, por:

(i) não ter adotado providências para evitar a emissão de classificação de risco de crédito que contivesse declarações falsas e induzisse o usuário em erro quanto à situação creditícia da emissora e de suas debêntures; e

(ii) não ter elaborado relatórios de classificação de risco de crédito em estrita observância aos procedimentos e metodologias adotados pela própria AGÊNCIA;

c) entre 2014 e 2018, a AGÊNCIA DE RATING elaborou quatro relatórios de *rating* e duas ações de *rating* apenas para a emissão de debêntures da XNPART S/A (tendo emitido documentos do mesmo tipo também para a emissão de debêntures da XMPART S/A a partir de 2017), o que supostamente indicaria que as infrações por ela cometidas seriam, em tese, de natureza continuada.

d) por fim, ainda que (i) a AGÊNCIA DE RATING tenha encerrado as atividades após a rejeição, pela CVM, da proposta global e conjunta de TC apresentada por ela e por MARIA CHRISTINA em 2020, e (ii) as referidas infrações, em tese, tenham cessado, seus efeitos ainda permaneceriam, uma vez que os RPPS e os fundos de pensão que adquiriram as debêntures emitidas pela XNPART S/A não receberam a remuneração prevista, sendo que suas decisões de investimento se basearam, ainda que em parte, nos relatórios de *rating* emitidos pela AGÊNCIA DE RATING.

V. PA CVM 19957.000723/2021-71

DA ORIGEM^[11]

62. Trata-se de IA originado do PA nº 19957.006298/2018-28, aberto pela SRE para investigar eventuais irregularidades ocorridas na 4ª Emissão de Debêntures da LSHB S/A, realizada em 17/5/2016, mediante esforços restritos de distribuição nos termos da ICVM 476. As investigações relacionadas a essa oferta foram realizadas no âmbito do

Plano de Supervisão Baseada em Risco da SRE referente ao biênio 2017-2018.

63. A emissão de debêntures da LSHB S/A, no valor total de R\$ 50 milhões, teve a AGÊNCIA DE RATING como instituição contratada para emitir relatório de rating sobre a emissão e fazer os acompanhamentos posteriores sobre a nota de crédito.

64. As debêntures emitidas pela LSHB S/A foram adquiridas por quatro fundos de investimento, dos quais três tinham um mesmo administrador, a BAR Ltda., que também atuava como gestora de dois desses fundos. O terceiro fundo administrado pela BAR Ltda. era gerido pela TMJCGR Ltda. O quarto fundo adquirente das debêntures emitidas pela LSHBI S/A era administrado pela ICLATSF S/A e gerido pela MHFTI S/A. Os recursos deste último fundo eram integralmente provenientes de outro fundo, administrado e gerido pela BRBD. Posteriormente, a posição das debêntures do fundo gerido pela MHFTI S/A foi transferida para um fundo administrado e gerido pela própria BRBD. Os cotistas dos quatro fundos adquirentes eram, principalmente, entidades do RPPS.

65. Diretamente relacionada à emissão de debêntures da LSHB S/A, foi também realizada inspeção no fundo LSHM, controlador dessa sociedade e que possuía 52% de suas cotas detidas por investidores do RPPS e 48% por pessoas físicas criadoras do empreendimento hoteleiro representado pela LSHB S/A.

66. A inspeção no fundo LSHM foi motivada pelo recebimento de cópia de comunicações divulgadas, entre junho e outubro de 2017, pelos representantes da LSHB S/A e pela administradora do fundo LSHM à época, a BRBD, instituição que também administrava fundos que haviam adquirido cotas do LSHM e debêntures da LSHB S/A, além de ter sido a coordenadora da 4ª Emissão de Debêntures da LSHB S/A.

67. Nas comunicações, os representantes da LSHB S/A e a administradora do fundo LSHM acusavam-se, mutuamente, da prática de atos que caracterizariam conflito de interesses e que supostamente teriam ocasionado prejuízos à LSHB S/A.

68. A inspeção realizada no fundo LSHM acabou por levantar indícios de irregularidades na gestão do fundo e da LSHB S/A que redundaram na elaboração de TA pela SRE no âmbito do Processo CVM nº 19957.007626/2019-94, principalmente em função da eventual ocorrência de desvios de recursos da LSHB S/A pela administração do fundo LSHM, que controlava a companhia.

69. No que diz respeito à 4ª Emissão de Debêntures da LSHB S/A, os resultados da inspeção levaram a SRE a concluir pela necessidade de abertura de IA, considerando que existiriam indícios de: (a) operação fraudulenta com a finalidade de favorecimento a um grupo de pessoas em detrimento dos debenturistas (especialmente RPPS); (b) conflito de interesses por parte da BRBD; (c) descumprimento dos deveres fiduciários de administradores e gestores de fundos de investimento; (d) faltas em relação à veracidade e consistência das informações oferecidas pela LSHB S/A; e (e) faltas em relação às verificações e cautelas que deveriam ser adotadas pelo intermediário líder e pelo agente fiduciário para assegurar tais informações, bem como pela AGÊNCIA DE RATING para evitar a emissão de classificação de risco capaz de induzir o usuário a

erro quanto à situação creditícia do emissor.

DOS FATOS

70. De acordo com a SPS, o empreendimento hoteleiro desenvolvido pela LSHB S/A foi objeto de dois laudos de avaliação econômico-financeira elaborados pela BTB, que se basearam, em boa medida, em informações fornecidas pela própria avaliada. A aquisição dos terrenos para a construção do empreendimento ocorreu em 2013, por R\$ 30 milhões, e a construção do hotel se iniciou em 2014.

71. O primeiro laudo, datado de ago/2014, previa que a construção terminaria no final de 2015, e o início das suas operações seria em janeiro de 2016. As premissas de investimentos necessários para a construção e demais custos, nesse primeiro laudo, somavam em torno de R\$ 98 milhões, além dos R\$ 30 milhões investidos na aquisição dos terrenos. Contudo, no segundo laudo elaborado pela BTB, datado de fev/2016, a finalização da construção e o início da operação foram postergados para junho de 2016.

72. Nas DFs auditadas da LSHB S/A, com data base de set/2015, constantes do segundo laudo de avaliação, o Capital Social acumulado da sociedade era de R\$ 120,4 milhões, o Imobilizado/Intangível alcançava R\$ 106,3 milhões, sendo indicado apenas R\$ 1,9 milhões de Disponibilidades. As projeções apresentadas pela BTB, no segundo laudo, indicavam que havia a necessidade de investimentos adicionais na ordem de R\$ 63 milhões.

73. A SPS aponta que a 4ª Emissão de Debêntures da LSHB S/A teve como objetivo obter recursos para o término das obras e capital de giro. Levando em conta os valores já investidos e o valor total estimado para encerrar a construção, a necessidade de recursos havia se elevado para R\$ 170 milhões, que, se descontado o valor de R\$ 30 milhões dos terrenos, significavam um aumento de 43% em relação à estimativa presente no primeiro laudo (R\$ 128 milhões projetados em ago/2014).

74. A área técnica informou ainda que, no segundo laudo, a finalização do hotel foi postergada em 6 a 7 meses, para data muito próxima do principal compromisso inicial do projeto, que seria atender à demanda por acomodações decorrente das Olimpíadas de 2016, no Rio de Janeiro, evento marcado com anos de antecedência, para o mês de agosto daquele ano. O segundo laudo elaborado pela BTB foi um dos principais subsídios da captação de recursos referente à 4ª emissão de debêntures, tendo sido também utilizado pela AGÊNCIA DE RATING.

75. O Relatório de *Rating* emitido, em 18/5/2016, pela AGÊNCIA DE RATING, justificou a classificação da emissão com nota "A" pela existência de "*boas garantias primárias, secundárias e terciárias*", baseadas na alienação fiduciária dos imóveis objeto da construção do hotel e em avaliações do hotel, contratadas pela LSHB S/A, realizadas pela BTB (que avaliou em R\$ 257,4 milhões em 2/2016) e pela AT (que avaliou o hotel em R\$ 351 milhões em 4/2016).

76. De acordo com a SPS, o Relatório de *Rating* destacava os *covenants* que serviriam

como garantia adicional, relacionados à Dívida Total/EBITDA e ao índice de cobertura do Serviço da Dívida (EBITDA / Serviço da Dívida).

77. A área técnica ressalta que o Relatório de *Rating* não levou em conta que: (a) o empreendimento era pré-operacional, ainda em fase de construção, sem histórico algum de indicadores; (b) o orçamento havia sofrido elevação significativa, meses antes, conforme o laudo elaborado pela BTB; e (c) a previsão do término da construção havia sido postergada para data muito próxima do principal compromisso inicial do projeto, consistente no atendimento às demandas das Olimpíadas de 2016, no Rio de Janeiro.

78. A SPS destaca que o Relatório de *Rating* também não deu a devida ênfase ao fato de que:

a) o hotel se tratava do único ativo do fundo LSHM e de sua controlada LSHB S/A, sendo que essa sociedade não tinha outra fonte geradora de recursos ou histórico de experiência no setor hoteleiro;

b) não havia diversificação de investimentos em outras unidades ou, mesmo, em outros setores;

c) a ausência de histórico financeiro e empresarial no setor do negócio dos principais gestores, não tendo sido também considerados os históricos empresariais dos fundadores do negócio;

d) a fragilidade dos recursos financiadores, provenientes, em grande maioria, de RPPS;

e) o poder decisório no Comitê de Investimentos, constituído desde o início do projeto no fundo LSHM, estava concentrado nos três investidores que criaram o negócio, sendo que a grande maioria das instituições que efetivamente geraram os recursos para viabilizar financeiramente o projeto estavam afastadas da esfera decisória;

f) a taxa de juros prometida (140% do CDI) e a previsão do começo das amortizações, se iniciando apenas 12 meses após a previsão de inauguração das operações, poderia estar muito além da capacidade operacional e financeira do projeto.

79. A área técnica indicou que o Relatório de *Rating* teria se limitado a repetir diversos pontos positivos enfatizados pelo segundo relatório de avaliação elaborado pela BTB, desconsiderando, a princípio, que um relatório de avaliação de risco deveria seguir critérios mais rígidos, avaliando os aspectos econômico-financeiros e os fatores de risco, para servir de orientação aos investidores;

80. Ao contrário do tom, aparentemente, otimista, do Relatório de *Rating*, em 8/3/2017, a AGÊNCIA DE RATING comunicou o *downgrade* de "A" para "C" das debêntures emitidas pela LSHB S/A. De acordo com a AGÊNCIA DE RATING, "as obrigações que recebem esta classificação ["C"] possuem garantias insuficientes para honrarem os compromissos de principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. Risco de inadimplência muito alto".

81. O *downgrade* foi justificado pela AGÊNCIA pelos seguintes motivos: "(i) [o] empreendimento que apesar de diferenciado, com menor dependência da evolução da

renda interna bem como limitada concorrência em seu nicho de mercado, já conta com a concorrência de dois outros hotéis similares, em plena operação; (ii) em dez.16 foi anunciado o rompimento do contrato com a [TO], ao mesmo tempo em que as informações davam conta do grande atraso existente nas obras, que adiavam a plena operação do Hotel somente para abr.17; (iii) a primeira PMT, que embutirá os juros relativos ao período de carência e início de amortização, deverá ser paga em mai.17, seguindo os pagamentos mensais, e não há Fundo de Liquidez ou Cont Vinculada que possa assegurar a cobertura parcial ou mesmo total do pagamento".

82. De acordo com a SPS:

a) a informação de que o empreendimento contava com a concorrência de outros dois hotéis já em operação estava disponível quando da emissão da nota "A", mas não foi mencionada no Relatório de *Rating*;

b) o risco de rompimento do contrato da TO não foi mencionado na avaliação inicial e a nota "C" foi emitida em 8/3/2017, três meses depois da decisão daquele grupo;

c) o comunicado divulgado pela AGÊNCIA DE RATING não cita qualquer informação sobre a evolução das obras do hotel, que, segundo o Relatório de Rating, que havia conferido nota "A", tinha previsão de término ainda em 2016;

d) as limitações financeiras do empreendimento só foram objeto de pronunciamento da AGÊNCIA DE RATING dois meses antes do início do período em que a empresa deveria iniciar os pagamentos, o que, implicitamente, expôs os compradores das debêntures, pelo menos em tese, a riscos não devidamente divulgados; e

e) 10 meses após conceder a nota "A" às debêntures (baixo risco de inadimplência), a nota sofre *downgrade* para "C" (risco de inadimplência muito alto) dois meses antes de se iniciarem as amortizações e pagamento de juros previstos, o que indicaria, em tese, que não houve um acompanhamento diligente da evolução do risco de crédito, reforçando-se a percepção de que teria ocorrido uma possível falta de diligência quando da concessão da nota "A".

83. Some-se a esses fatos a notícia de que, entre setembro e outubro de 2017, foi determinado o sequestro e o arresto dos bens móveis e imóveis de três pessoas naturais e das pessoas jurídicas a elas vinculadas, incluindo a LSHB S/A, que informou na nota explicativa nº 10 referente às DFs 2016-2017, publicadas em 17/4/2018, a existência de valores bloqueados em conta corrente por determinação judicial.

84. Não obstante esses eventos, em 25/9/2017, a AGÊNCIA DE RATING reclassificou a nota das debêntures emitidas pela LSHB S/A de "C" para "BBB-", e, em 23/1/2018, decidiu por um segundo *upgrade*, de "BBB-" para "BBB", nota aplicável às obrigações que "(...) apresentam garantias primárias, secundárias e terciárias que ainda permitem a realização do valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. Risco de inadimplência baixo, mas superior ao da faixa anterior".

85. A SPS destaca que o Relatório que enfocou o *upgrade* informou que:

a) o laudo de avaliação elaborado por T., datado de agosto de 2017, determinou um

valor de mercado de R\$ 380,9 milhões e um valor de liquidação forçada (VL) de R\$ 266,6 milhões, observando-se que a garantia será substituída pela consolidação de única matrícula, referente ao hotel;

b) a avaliação elaborada pela M. com base no fluxo de caixa descontado, datada também de agosto de 2017, determinou o valor de R\$ 391,6 milhões para o hotel;

c) entre os fundamentos da nota, foi destacada a reversão do cenário adverso registrado entre o 2º semestre de 2016 e o 1º trimestre de 2017, que, além dos efeitos negativos óbvios no fluxo de caixa projetado, agregou inúmeras incertezas à operação do hotel, "(...) embora ainda persistam questões que devem ser resolvidas proximamente, com destaque para o 'embandeiramento' do HOTEL e o equacionamento da dívida com as DBS mediante uma nova emissão, já que na condição atual o início de pagamento está estabelecido para mai.18 e que [a AGÊNCIA DE RANTING] entende não ser possível cumprir";

d) o "embandeiramento" possibilitaria, além dos recursos para a finalização das obras, a ampliação do leque de clientes mediante a internacionalização do hotel, uma vez que se trataria de marca consagrada em diversos continentes com padrão de luxo reconhecido;

e) a nova emissão, no montante de R\$ 80 milhões (para um saldo devedor de R\$ 64,1 mil em 31/12/2017), nas condições preliminarmente estruturadas, busca adequar prazo, remuneração e carência às condições do mercado hoteleiro e do hotel, e deverá, também, recompor e reforçar o capital de giro, aspectos que no conjunto deverão permitir o alcance do aguardado equilíbrio operacional e financeiro; e

f) a garantia real superior em 316% ao saldo devedor da emissão, com base no VL do imóvel.

86. A SPS destacou que o *upgrade* se baseou em informações que, a princípio, não deveriam ter sido objeto de consideração pela AGÊNCIA DE RATING, tendo em vista que não se baseavam em fatos concretos confirmados, mas sim, possivelmente, em informações fornecidas pela própria emissora. O embandeiramento do hotel e a realização de nova emissão, apresentados como fatos novos na ocasião, não se concretizaram. A área técnica também aponta, para ilustrar as aparentes fragilidades do relatório, que ele não menciona o bloqueio dos imóveis determinado por decisão judicial, embora mencione a existência de garantia real superior em 316% ao saldo devedor da emissão.

87. A área técnica comentou ainda que, em 12/6/2018, houve novo *downgrade* das debêntures emitidas pela LSHB S/A, de "BBB" para "C", que foi justificado pela AGÊNCIA DE RATING com base nos seguintes argumentos principais:

a) a elevação do risco de inadimplência da sociedade no pagamento da 1ª PMT, a vencer em 17/6/2018;

b) embora a LSHB S/A venha obtendo avanços operacionais, com destaque para o embandeiramento do hotel sob uma marca que deverá proporcionar uma gradativa

internacionalização do empreendimento e maior taxa de ocupação, o perfil da emissão não se mostra adequado às características atuais do empreendimento e à conjuntura enfrentada pelo setor; e

c) em razão do bloqueio judicial existente sobre parte do caixa da emitente (R\$ 4 milhões) e, principalmente, sobre o imóvel do empreendimento, não houve, até o momento, como apresentar garantia para nova emissão.

88. A SPS ressaltou que o anúncio do *downgrade* se deu cinco dias antes da data do pagamento da 1ª PMT, que já havia sido postergado 12 meses antes, em maio de 2017, e que "embandeiramento" do hotel, dado como certo pela AGÊNCIA DE RATING, nunca se concretizou. O bloqueio judicial de caixa, no valor de R\$ 4 milhões, citado pela AGÊNCIA, foi anunciado 32 dias antes por Fato Relevante do administrador fiduciário do fundo LSH, que comunicou, inclusive, o risco de fechamento do hotel, indicando que o *downgrade* foi relativamente tardio e poderia ter pegado desprevenidos investidores que, eventualmente, se baseassem predominantemente nas informações da AGÊNCIA DE RATING.

89. O bloqueio sobre o imóvel do empreendimento, garantia inicial dos debenturistas, através de alienação fiduciária, ocorreu no 2º semestre de 2017, mais de seis meses antes, mas foi indicado como um dos motivos do *downgrade* apenas 5 dias antes do início do (não) pagamento das obrigações de amortização e pagamento de juros, já postergados por um ano.

DA MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

90. De acordo com a SPS:

a) a inclusão da conduta de MARIA CHRISTINA no IA se deu em razão de sua atuação como diretora responsável pela atividade de classificação de risco de crédito da AGÊNCIA DE RATING;

b) a AGÊNCIA DE RATING elaborou todos os Relatórios de *Rating* da 4ª Emissão de Debêntures da LSHB S/A;

c) já foram obtidos no IA indícios de que a AGÊNCIA DE RATING infringiu o disposto nos arts. 10, I e II, e 15, da ICVM 521, em razão:

(i) de não ter adotado providências para evitar a emissão de classificação de risco de crédito que contivesse declarações falsas e induzisse o usuário em erro quanto à situação creditícia da emissora e de suas debêntures; e

(ii) de não ter elaborado relatórios de classificação de risco de crédito em estrita observância aos procedimentos e metodologias adotadas pela própria AGÊNCIA;

d) considerando que, entre 2016 e 2018, a AGÊNCIA DE RATING elaborou relatórios de *rating* sobre a 4ª Emissão de Debêntures da LSHB S/A, resta claro que as infrações por ela cometidas são de natureza continuada; e,

e) por fim, ainda que (i) a AGÊNCIA DE RATING tenha encerrado as atividades após a rejeição, pela CVM, da proposta global e conjunta de TC apresentada por ela e por

MARIA CHRISTINA em 2020, e (ii) as referidas infrações, em tese, tenham cessado, seus efeitos ainda permaneceriam, uma vez que os RPPS e os fundos de pensão que adquiriram as debêntures emitidas pela LSHB S/A não receberam a remuneração prevista, sendo que suas decisões de investimento se basearam, ainda que em parte, nos relatórios de rating emitidos pela AGÊNCIA DE RATING.

VI. PA CVM 19957.004801/2018-19, PA CVM 19957.002813/2019-81, PA CVM 19957.006871/2018-01, PA CVM 19957.007913/2019-02, PA CVM 19957.004658/2019-38

PA CVM 19957.004801/2018-19

91. 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 31/8/2020, após envio de ofício de alerta, tendo em vista que a oferta foi interrompida sem que as debêntures tivessem sido subscritas.

PA CVM 19957.002813/2019-81 e PA CVM 19957.006871/2018-01

92. Os processos foram arquivados, após terem sido encaminhados, pela SRE, à SIN, para que fosse avaliada a conduta da AGÊNCIA DE RATING e de sua diretora responsável, MARIA CHRISTINA. A SIN arquivou os processos, levando em conta que o registro da AGÊNCIA DE RATING já havia sido cancelado nos termos do art. 4º, I, "b", da então vigente Instrução CVM nº 607/2019 ("ICVM 697"), sendo essa considerada pela referida área técnica a medida alternativa e mais eficaz de supervisão a ser adotada no caso concreto.

PA CVM 19957.007913/2019-02

93. De acordo com a SIN, a AGÊNCIA DE RATING não consta como potencial acusada no processo, pois o cancelamento de ofício da autorização da AGÊNCIA, nos termos do art. 4º, I, "b", da então vigente ICVM 607, foi considerado pela área como medida alternativa suficiente e mais eficaz de supervisão a ser adotada no caso concreto.

PA CVM 19957.004658/2019-38

94. A SIN informou que o processo se referia à inspeção na AGÊNCIA DE RATING e que este foi encerrado em 6/11/2019 após o deferimento, pelo Colegiado, do cancelamento de ofício da autorização da AGÊNCIA, nos termos do art. 4º, I, "b", da então vigente ICVM 607.

VII. DA PRIMEIRA PROPOSTA DE CELEBRAÇÃO DE TERMO DE COMPROMISSO

95. Em 1/10/2020, a AGÊNCIA DE RATING e MARIA CHRISTINA apresentaram proposta conjunta e global de TC com vistas ao encerramento dos seguintes processos administrativos: (a) PAS CVM 19957.010958/2018-755; (b) PA CVM 19957.006702/2019-44; (c) PA CVM 19957.007904/2019-11; (d) PA CVM

19957.006298/2018-28^[12]; (e) PA CVM 19957.006871/2018-01; (f) PA CVM 19957.002813/2019-81; (g) PA CVM 19957.004801/2018-19; (h) PAS CVM 19957.008816/2018-486^[13]; (i) PAS CVM 19957.008143/2018-267; (j) PA CVM 19957.007913/2019-02; e (k) PA CVM 19957.004658/2019-38.

96. Na proposta conjunta e global a AGÊNCIA DE RATING e MARIA CHRISTINA ofereceram:

a) o pagamento à CVM, em parcela única, do valor total de R\$ 60.000,00 (sessenta mil reais), sendo R\$ 30.000,00 (trinta mil reais) por cada uma das PROPONENTES, para o encerramento dos 11 (onze) processos;

b) saída definitiva da AGÊNCIA DE RATING do mercado de valores mobiliários, de forma que não será requerida nova obtenção de registro como agência de classificação de risco de crédito perante a CVM; e

c) cessação definitiva da participação de MARIA CHRISTINA em atividades de direção de agência de classificação de risco de crédito.

97. As Proponentes alegaram que a saída definitiva de ambas do mercado de valores mobiliários seria a “contrapartida mais gravosa que poderia se impor” e que não seriam identificáveis quaisquer prejuízos nos processos.

VIII. DA PRIMEIRA MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA

98. Em razão do disposto no art. 83 da então vigente ICVM 607, a PFE/CVM analisou a proposta conjunta e global de TC, tendo se manifestado no seguinte sentido:

a) PAS CVM 19957.008816/2018-48:

(i) a PFE/CVM apreciou os aspectos legais da proposta nos termos do PARECER n. 00074/2020/GJU-2/PFECVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, **tendo opinado pela inexistência de óbice jurídico** à celebração de TC, em razão da cessação da prática ilícita, devendo, no entanto, a SIN e a SRE “*confirmarem a ausência de prejuízo a investidores*”; e

(ii) 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);

(iii) 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”;

b) PAS CVM 19957.010958/2018-75:

(i) a PFE/CVM apreciou os aspectos legais da proposta nos termos do PARECER n. 00073/2020/GJU-2/PFECVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, **tendo opinado pela existência de óbice legal** à celebração de TC, 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”*; e

(ii) 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 (...) [A.S/A]. Assim, a princípio, não se observa prejuízo aos cotistas desse fundo.

No que diz respeito ao FIDC I., 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 do original); e

(iii) a PFE/CVM indicou ainda que a proposta foi apresentada fora do prazo previsto na regulamentação, dado que:

“(...) 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” (...)

“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 (...).”^[14];

c) PAS CVM 19957.008143/2018-26:

(i) a PFE/CVM apreciou os aspectos legais da proposta nos termos do PARECER n. 00072/2020/GJU-2/PFECVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, **tendo opinado pela existência de óbice legal** à celebração de TC, em razão da “ausência de correção da irregularidade”;

(ii) 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);

(iii) 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); e

d) PA CVM 19957.007904/2019-11:

(i) a PFE/CVM apreciou os aspectos legais da proposta nos termos do PARECER n. 00086/2020/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos: existência de óbice jurídico à celebração de TC, “haja vista a ausência de correção da

irregularidade”;

(ii) 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 Processos 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);

e) PA CVM 19957.006702/2019-44:

(i) a PFE/CVM apreciou os aspectos legais da proposta nos termos do PARECER n. 00085/2020/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, **tendo opinado pela existência de óbice legal** *“haja vista a ausência de correção da irregularidade”*;

(ii) 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); e

f) PA CVM SEI 19957.004801/2018-19, PA CVM 19957.002813/2019-81, PA CVM 19957.006871/2018-01, PA CVM 19957.007913/2019-02, PA CVM 19957.004658/2019-38 e PA CVM 19957.006298/2018-28: a manifestação da PFE/CVM em relação a esses processos foi apresentada no decorrer da reunião do Comitê de Termo de Compromisso de 14/1/2021, que será relatada a seguir.

IX. DA PRIMEIRA DELIBERAÇÃO DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

99. Em reunião extraordinária do CTC, realizada em 14/1/2021, a SRE destacou, quanto aos PAS CVM 19957.008816/2018-48, PAS CVM 19957.010958/2018-75, PAS CVM 19957.008143/2018-26, PA CVM 19957.007904/2019-11, e PA CVM 19957.006702/2019-44, que:

a) o Parecer da PFE/CVM referente ao PAS CVM 19957.008816/2018-48 foi o único no qual a PFE/CVM se manifestou quanto à não existência de óbice jurídico à celebração de TC, desde que a SIN e a SRE atestassem a inexistência de prejuízo a investidores; e,

b) contudo, a emissora *“estava inadimplente em relação aos pagamentos de juros e amortização das debêntures”*.

100. Também presente à reunião, o Procurador-Chefe esclareceu que não existiria óbice referente à necessidade de indenização a investidores no que diz respeito à agência classificadora de risco de crédito em si. Contudo, levando em conta o que foi relatado nas peças acusatórias, que ressaltaram que se, ao menos, um dos participantes tivesse cumprido seu papel conforme a legislação aplicável, as irregularidades não teriam ocorrido, todos os envolvidos nos processos, segundo o Procurador-Chefe, teriam concorrido para os prejuízos, em tese, ocasionados aos investidores, notadamente cotistas RPPS e fundos de pensão estatais.

101. Assim sendo, quanto aos PAS CVM 19957.008816/2018-48, PAS CVM 19957.010958/2018-75, PAS CVM 19957.008143/2018-26, PA CVM 19957.007904/2019-11 e PA CVM 19957.006702/2019-44, considerando (a) tratar-se de conduta perpetrada ao longo do tempo, na qual as Proponentes adotaram o mesmo *“modus operandi”* e em diversas situações; (b) 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 os participantes, de uma ou outra forma, concorram para os prejuízos ocasionados; (c) a possibilidade de se estar diante de um cenário de fraude; (d) as características específicas das operações e das partes envolvidas; (e)

não existir julgamento da CVM sobre o tema; e (f) o fato de que outros Proponentes já haviam apresentado proposta de TC que foram rejeitadas pelo Colegiado, o CTC, entendeu, na reunião extraordinária realizada na 14/1/2021, que seria conveniente e oportuno que os casos fossem levados a julgamento.

102. Na mesma reunião extraordinária de 14/1/2021, o CTC deliberou pelo NÃO CONHECIMENTO do pedido no que diz respeito aos seguintes processos:

a) PA CVM 19957.004801/2018-19, dado que o processo foi encerrado, em 31.08.2020, após o envio de ofício de alerta;

b) PA CVM 19957.007913/2019-02, uma vez que as Proponentes não constavam como potenciais acusadas no processo, conforme relatado pela SIN, pois o cancelamento de ofício da autorização da AGÊNCIA DE RATING foi considerado por essa área técnica como medida alternativa suficiente e mais eficaz de *enforcement* contra o participante;

c) PA CVM 19957.004658/2019-38, considerando que a SIN informou que o processo se refere à inspeção na AGÊNCIA DE RATING, 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;

d) PA CVM 19957.006298/2018-28, dado que a SRE informou que o processo foi encerrado após a elaboração de proposta de abertura de IA, antes mesmo de a proposta de TC ter sido apresentada (1/10/2020); e

e) PA CVM SEI 19957.002813/2019-81 e PA CVM SEI 19957.006871/2018-01, uma vez que a SIN informou que os referidos processos foram arquivados em razão do cancelamento de ofício do registro da AGÊNCIA DE RATING que, no entender da SIN, seria a *“medida mais efetiva de supervisão por afastar o regulado do mercado sob a égide desta Autarquia”*.

X. DA DELIBERAÇÃO DO COLEGIADO

103. Na reunião de 1/4/2021, O Colegiado, por unanimidade, acompanhou a conclusão do parecer do CTC e deliberou:

a) rejeitar a proposta de termo de compromisso apresentada com relação aos PAS CVM 19957.008816/2018-48, CVM 19957.010958/2018-75 e CVM 19957.008143/2018-26, e aos PA CVM 19957.007904/2019-11 e CVM 19957.006702/2019- 44; e

b) pelo não conhecimento da proposta apresentada com relação aos PA CVM 19957.004801/2018-19, CVM 19957.002813/2019-81, CVM 19957.006871/2018-01, CVM 19957.007913/2019-02, CVM 19957.004658/2019-38 e CVM 19957.006298/2018-28.

XI. DA SEGUNDA PROPOSTA DE CELEBRAÇÃO DE TERMO DE COMPROMISSO

104. Na nova proposta global individual de celebração de TC apresentada em 20/4/2023, MARIA CHRISTINA se comprometeu a não exercer, pelo período máximo de

10 (dez) anos, todas as atividades de que trata a Lei nº 6.385/1976, como contrapartida ao encerramento antecipado dos seguintes processos: (a) PAS CVM 19957.010958/2018-75; (b) PAS CVM 19957.008143/2018-26; (c) PA CVM 19957.006702/2019-44; (d) PA CVM 19957.007904/2019-11; (e) PA CVM 19957.006298/2018-28; (f) PA CVM 19957.006871/2018-01; (g) PA CVM 19957.002813/2019-81; (h) PA CVM 19957.004801/2018-19; (i) PA CVM 19957.007913/2019-02; e (j) PA CVM 19957.004658/2019-38.

105. Na sua nova proposta, MARIA CHRISTINA alega, no que se refere exclusivamente aos argumentos utilizados para justificar a conveniência e a oportunidade da celebração da de TC, que:

a) houve cessação das supostas infrações com o cancelamento do registro e dissolução da AGÊNCIA DE RATING, bem como com a saída definitiva da PROPONENTE do mercado de valores mobiliários;

b) a maioria dos processos objeto da presente proposta se encontraria ainda em fase investigativa e pré-sancionadora, de forma que a celebração do acordo resultaria em economia processual e permitiria o foco em participantes, atividades e operações que de fato representam algum risco para o mercado de capitais brasileiro;

c) a conduta da PROPONENTE não envolveu ou gerou qualquer tipo de prejuízo quantificado ou conhecido ao mercado ou aos investidores (isso porque a atividade desempenhada por agências de classificação de risco de crédito é de natureza precipuamente informativa, de modo que não há transferência de recursos dos investidores com base, estritamente, na opinião da AGÊNCIA DE RATING;

d) a PROPONENTE se obriga a se manter ausente de qualquer atuação no âmbito do mercado de valores mobiliários pelo prazo máximo previsto em lei, mitigando quaisquer riscos com relação à ocorrência de futuras irregularidades; e,

e) atualmente, a PROPONENTE seria uma pessoa aposentada que se ocupa de atividades filantrópicas no âmbito da comunidade religiosa em que está inserida, não possuindo patrimônio suficiente para arcar com qualquer compromisso pecuniário de monta relevante.

XII. DA SEGUNDA MANIFESTAÇÃO DA PFE/CVM

106. Em razão do disposto no art. 83 da RCVM 45, a PFE/CVM apreciou os aspectos legais da proposta individual global de TC nos termos do DESPACHO n. 00387/2023/PFE-CVM/PFE-CVM/PGF/AGU, elaborado pela Procuradora-Chefe da PFE/CVM, que **opinou pela existência de óbice legal à celebração do ajuste**, tendo em vista:

a) no que se refere aos processos CVM 19957.004801/2018-19, CVM 19957.002813/2019-81, CVM 19957.006871/2018-01, CVM 19957.007913/2019-02 e CVM 19957.004658/2019-38, que:

“(…) os processos administrativos acima relacionados, muito embora incluídos na proposta global de termo de compromisso, não são aptos a

serem encerrados por termo de compromisso, seja por não se revestirem de natureza sancionadora, seja porque já foram apreciados, no mérito, pelas áreas técnicas responsáveis quanto à medida de supervisão alternativa que julgaram efetivas e suficientes, respaldados pela norma que disciplina os processos sancionadores no âmbito da CVM (art. 4º, inciso I, alínea 'b', da Instrução CVM nº 607/2019, vigente à época dos fatos, e atualmente prevista no art. 4º, inciso I, alínea 'b' da Resolução CVM 45/2021).

Frise-se: não se trata de processos que foram arquivados por falta de provas, o que daria margem a dúvidas sobre futuro desarquivamento, tampouco se trata de contexto que poderia suscitar a reversão das decisões, mas sim se está diante de processos que foram arquivados há mais de 2 (dois) anos com decisão administrativa de caráter definitivo pelas áreas técnicas da CVM, nos limites de suas atribuições. A revisão dessas decisões pressuporia a superveniência de fato novo ou desconhecido, com a reabertura dos processos, o que não é o caso"; e

b) quanto aos processos CVM 19957.010958/2018-75, CVM 19957.007904/2019-11, 19957.006702/2019-44 e 19957.000723/2021-71, afirmou que:

"(...) mais de 2 (anos) se passaram desde a apreciação da primeira proposta pelo Colegiado da CVM, cuja decisão resultou na rejeição quanto aos processos acima citados. De lá pra cá, (...) foram praticados inúmeros atos processuais, juntados aos autos inúmeros documentos pelos vários acusados, inclusive com apreciação de pedidos pelo Colegiado ou pelos relatores designados (...). Ou seja, (...) os processos seguiram seu curso natural e, embora ainda não julgados em primeira instância, encontram-se em fase adiantada, a demonstrar pouca ou nenhuma economia processual na celebração de um acordo administrativo com somente um dos diversos acusados.

O mesmo se diga sobre os 3 (três) inquéritos administrativos, 2 (dois) dos quais, diante da complexidade dos casos, exigiram 8 (oito) pedidos de prorrogação, com volume considerável de documentos já produzidos, com inúmeros ofícios enviados a um número considerável de investigados. Todos os inquéritos encontram-se em fase de elaboração do Relatório e, portanto, em vias de serem concluídos, de maneira que também para estes não se vislumbra economia processual e, portanto, vantajosidade à Administração Pública no encerramento consensual.

(...) nestes processos houve a apreciação de algumas propostas de termo de compromisso apresentadas por investigados/acusados e, **todas, sem exceção, foram rejeitadas** por se entender que a celebração do acordo, diante das circunstâncias fáticas, não era a medida mais adequada a satisfazer o interesse público. Especificamente quanto à proponente, sua primeira proposta foi rejeitada não em razão de óbice legal - o óbice inicialmente apontado pela PFE foi, inclusive, afastado pelo Procurador-Chefe à época -, mas sim e justamente pela não satisfação do interesse público.

(...)

As razões do CTC foram encampadas pelo Colegiado da CVM para também concluir pela rejeição (...)

Do rol constante da decisão do Colegiado, exclui-se o PAS CVM 19957.008816/2018-48, julgado em primeira instância, e que, portanto,

não faz parte da proposta global. No entanto, ao novo rol, em que pese não constar da proposta global, deve ser acrescentado o IA CVM 19957.000723/2021-71, como desdobramento do processo administrativo nº 19957.006298/2018-28, este sim constante da proposta, embora já encerrado. Observo que também já houve manifestação da CVM quanto à proposta de termo de compromisso também no âmbito do citado inquérito administrativo, tendo sido proferida decisão pelo Colegiado em 14.10.2021, com a seguinte conclusão:

‘Em 03.08.2021, o Comitê concluiu pela rejeição da proposta, por entender que seria conveniente e oportuno que o caso, assim como os demais que figuram na proposta global de Termo de Compromisso e que foram rejeitados pelo Colegiado na reunião de 01.04.2021, fosse levado a julgamento.

Para tal, o Comitê considerou as seguintes razões: (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) o parecer da PFE/CVM; (iii) a possibilidade de se estar diante de um cenário de fraude; (iv) as características específicas das operações e das partes envolvidas; e (v) não existir julgamento da CVM sobre o assunto.

O Colegiado, por unanimidade, acompanhando a conclusão do parecer do Comitê, deliberou rejeitar a proposta de Termo de Compromisso apresentada’.

Há, portanto, decisões do Colegiado da CVM que, diante do contexto fático, foram assertivas em afastar a conveniência e oportunidade na celebração do termo de compromisso, uma vez que as circunstâncias fáticas de todos esses processos apontavam para a necessidade de um pronunciamento de mérito sobre a acusação. Parece-nos que a apreciação de uma proposta reapresentada pressupõe a revisão desse entendimento.

Não obstante, ainda que assim não seja, fato é que a proposta reapresentada sequer traz algum aperfeiçoamento com relação à primeira. Ao contrário, traz uma obrigação de fazer que se mostra inócua e, ainda, sequer oferece quantia a ser paga a título de compensação pelos danos difusos causados ao mercado.

Com efeito, o compromisso de se submeter à proibição temporária de, no período máximo de 10 (dez) anos, exercer todas as atividades de que trata a Lei nº 6.385/1976, não se reveste de qualquer relevância para quem afirma ser, atualmente, *‘uma pessoa aposentada e que se ocupa de atividades filantrópicas no âmbito da comunidade religiosa em que está inserida’*. Não se pode olvidar que o encerramento consensual de processos administrativos sancionadores deve cumprir as funções pedagógica e desincentivadora da prática de novas irregularidades.

Sempre que o termo de compromisso, instrumento de que dispõe a CVM para pôr fim a seus processos sancionadores, não se traduzir em instrumento apto a modificar comportamentos, ele não estará tendente à satisfação do interesse público.

Ainda, a proposta não traz qualquer contrapartida pela compensação pelos danos difusos que decorreram da prática dos atos ilícitos imputados à proponente. Muito embora tenha-se afirmado que não

caberia à agência classificadora de riscos a imposição de indenizar os investidores prejudicados, remanesce o dever de indenizar os danos difusos. À falta de uma proposta nesse sentido, **configurado está o óbice legal à celebração do acordo administrativo, com fundamento no que dispõe o art. 11, §5º, II, da Lei nº 6.385/76.** (grifos do original)

XIII. DA DELIBERAÇÃO FINAL DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

107. O art. 86 da RCVM 45 estabelece que, além da oportunidade e da conveniência, há outros critérios a serem considerados quando da apreciação de propostas de TC, tais como a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes^[15] dos acusados, a colaboração de boa-fé e a efetiva possibilidade de punição no caso concreto.

108. 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 TC em verdadeiro julgamento antecipado. Em linha com orientação do Colegiado, as propostas de TC devem contemplar obrigação que venha a surtir importante e visível efeito paradigmático junto aos participantes do mercado de valores mobiliários, desestimulando práticas semelhantes.

109. Nesse sentido, em reunião realizada em 31/10/2023, o CTC, ao analisar a proposta global individual de TC apresentada, tendo em vista o disposto no art. 83 c/c o art. 86, *caput*, da RCVM 45, e considerando, em especial, (a) o óbice jurídico apontado pela PFE/CVM à celebração de TC no âmbito desses processos; (b) a gravidade em tese das condutas abrangidas pelas acusações e irregularidades investigadas; (c) a possibilidade de se estar diante de particular cenário, em tese, de fraude, tendo em vista os fatos objeto dos processos; (d) os prejuízos em tese ocasionados a investidores; (e) as características específicas das operações e das partes envolvidas; além do (f) fato de que a PROPONENTE e outras pessoas investigadas nesses processos já apresentaram propostas de TC que foram rejeitadas pelo Colegiado da CVM, entendeu^[16] que a celebração de ajuste para o encerramento antecipado do presente caso não seria conveniente e nem oportuna, e deliberou por opinar nesse sentido e pela rejeição da proposta de que se trata junto ao Colegiado, ressalvado o que consta do item 111 abaixo.

110. Na reunião de 31/10/2023, o CTC deliberou^[17] também por opinar, junto ao Colegiado, pelo **não conhecimento** da proposta global individual de TC no que se refere aos PAs CVM 19957.004801/2018-19, CVM 19957.002813/2019-81, CVM 19957.006871/2018-01, CVM 19957.007913/2019-02 e CVM 19957.004658/2019-38, seja por não serem processos de natureza sancionadora ou porque já foram apreciados, no mérito, pela área técnica responsável, e encerrados após a adoção das medidas administrativas cabíveis previstas na regulamentação.

XIV. DA CONCLUSÃO

111. Em razão do acima exposto, o Comitê de Termo de Compromisso, por meio de deliberação ocorrida em 31/10/2023^[18], decidiu opinar junto ao Colegiado da CVM pela **REJEIÇÃO** da proposta global individual de Termo de Compromisso apresentada por **MARIA CHRISTINA TAVARES MACIEL**, ressalvado o que consta do item 111 acima, em relação ao qual a opinião do Comitê é pelo não conhecimento da proposta em tela.

Parecer Técnico finalizado em 11/12/2023.

[1] 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.

[2] Deliberado pelos membros titulares membros titulares de SGE, SEP, SNC e SSR na reunião do CTC realizada em 31/10/2023.

[3] As informações apresentadas nesta Seção II, até o capítulo denominado "Da Responsabilização", correspondem a relato resumido do que consta no Termo de Acusação elaborado pela SRE.

[4] PA CVM 19957.002498/2018-10

[5] As informações apresentadas nesta Seção III, até o capítulo denominado "Da Manifestação da Área Técnica", correspondem a relato resumido do que consta no RELATÓRIO Nº 5/2023-CVM/SPS/GPS-1 elaborado pela SPS subsidiar avaliação da proposta de TC.

[6] Vide Seção II deste parecer técnico.

[7] Vide Seção IV deste parecer técnico, que descreve o IA CVM 19957.007904/2019-11.

[8] Idem Nota Explicativa (N.E.) nº 4.

[9] As informações apresentadas nesta Seção IV, até o capítulo denominado "Da Manifestação da Área Técnica", correspondem a relato resumido do que consta no RELATÓRIO Nº 5/2023-CVM/SPS/GPS-2 elaborado pela SPS subsidiar avaliação da proposta de TC.

[10] Vide Seção III deste parecer técnico.

[11] As informações apresentadas nesta Seção V, até o capítulo denominado "Da Manifestação da Área Técnica", correspondem a relato resumido do que consta no RELATÓRIO Nº 6/2023-CVM/SPS/GPS-1 elaborado pela SPS subsidiar avaliação da proposta de TC.

[12] O referido encontra-se anexado ao PA CVM 19957.000723/2021-71, conforme relatado no parágrafo 4º deste parecer técnico.

[13] O processo foi julgado pelo Colegiado em 28.02.2023, tendo MARIA CHRISTINA, na qualidade de diretora responsável da AGÊNCIA DE **RATING**, sido condenada à pena de multa no valor de R\$100.000,00 (cem mil reais), por infração ao art. 10, II, da ICVM 521.

[14] Tendo em vista a inequívoca intenção em celebrar TC 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.

[15] Em 28/2/2023, MARIA CHRISTINA foi condenada, na qualidade de diretora responsável da AGÊNCIA DE RATING, à pena de multa no valor de R\$100.000,00 (cem mil reais), por infração ao art. 10, II da ICVM 521, no julgamento do PAS CVM 19957.008816/2018-48. A PROPONENTE é acusada ainda: (a) no PAS CVM 19957.010958/2018-75, por irregularidades identificadas em 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; e (b) no PAS 19957.008143/2018-26, por irregularidades identificadas em 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.

[16] Deliberado pelos membros titulares de SGE, SEP, SNC, SMI, SPS e SSR no que se refere ao PAS 19957.010958/2018-75, e pelos membros titulares de SGE, SEP, SNC, SMI e SSR quanto aos PAS CVM 19957.006702/2019-44, CVM 19957.007904/2019-11 e CVM 19957.000723/2021-71.

[17] Vide N.E. nº 16.

[18] Vide N.E. nº 16.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 11/12/2023, às 19:38, 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 11/12/2023, às 22:36, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Guilherme de Paula Aguiar, Superintendente**, em 12/12/2023, às 10:32, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Madson Vasconcelos, Superintendente Substituto**, em 12/12/2023, às 10:36, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Andre Francisco Luiz de Alencar Passaro, Superintendente**, em 12/12/2023, às 11:40, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015. Nº de Série do Certificado: 33719890831874163542684744491.

*Document electronic signed by **Andre Francisco Luiz de Alencar Passaro, Superintendente**, on 12/12/2023, at 11:40, according to art. 1º, III, "a", of Decree nº 8.539/2015. Certificate serial number: 33719890831874163542684744491.*



Documento assinado eletronicamente por **Vera Lucia Simões Alves Pereira de Souza, Superintendente**, em 12/12/2023, às 15:02, 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://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1939005** e o código CRC **7FD3281C**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1939005** and the "Código CRC" **7FD3281C**.*