



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM 19957.008954/2025-56

SUMÁRIO

PROPONENTES:

PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA.
MARCELO SANTOS NOGUEIRA

IRREGULARIDADE DETECTADA:

Infração, em tese, ao disposto no art. 3º, §1º, da Instrução CVM nº 579/2016^[1] (“ICVM 579”), e ao disposto no art. 92, I, da então vigente Instrução CVM nº 555/2014^[2] (“ICVM 555”) por, supostamente, faltar com o seu dever de diligência ao permitir a utilização do “valor de liquidação forçada” na avaliação dos ativos do fundo.

PROPOSTA:

Pagar à CVM o valor total de 1.890.000,00 (um milhão oitocentos e noventa mil reais), em parcela única, da seguinte forma:

- a) R\$ 1.260.000,00 (um milhão duzentos e sessenta mil reais) a serem pagos por PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA.; e
- b) R\$ 630.000,00 (seiscentos e trinta mil reais) a serem pagos por MARCELO SANTOS NOGUEIRA.

ÓBICE JURÍDICO:

NÃO

PARECER DO COMITÊ:

ACEITAÇÃO

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM 19957.008954/2025-56

PARECER TÉCNICO

1. Trata-se de proposta de Termo de Compromisso apresentada por PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA. (“PÁTRIA INVESTIMENTOS”), na qualidade de Administrador e de Gestor do Pátria Special Opportunities I – Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia (“FIP Pátria”) e do Pátria Special Opportunities Fundo de Investimento em Quotas de Fundo de Investimento em Participações (“FIQ-FIP Pátria” e, em conjunto com FIP Pátria, “Fundos Pátria”), e por MARCELO SANTOS NOGUEIRA (“MARCELO NOGUEIRA”), na qualidade de Diretor responsável pela atividade de administração de carteira, no âmbito de processo administrativo instaurado pela Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (“SIN” ou “Área Técnica”), no qual não constam outros investigados.

DA ORIGEM^[3]

2. A acusação teve origem em diversos processos instaurados com o objetivo de analisar reclamações protocoladas junto à CVM por pessoas naturais, Entidades Fechadas de Previdência Complementar e Regimes Próprios de Previdência Suplementar em face de PÁTRIA INVESTIMENTOS, na qualidade de Administrador e de Gestor dos Fundos Pátria.

3. Cumpre registrar que a Área Técnica analisou todas as questões trazidas pelos reclamantes e, ao final, concluiu que a única infração às normas vigentes diz respeito ao uso do “valor de liquidação forçada” na elaboração do laudo de avaliação de companhia investida, de forma indireta, pelos Fundos Pátria.

DOS FATOS

4. Inicialmente, no que diz respeito aos Fundos Pátria, encerrados em 25.08.2023 por ato do Administrador, a SIN destacou, em síntese, que:

- a. na data-base de 31.12.2019, o FIP Pátria detinha 77,8% das ações da Shoppings do Brasil Investimentos e Participações S.A. (“Shoppings do Brasil”), sociedade anônima de capital fechado, que, por sua vez, detinha, na mesma data, 95,37% das ações da Tenco Shopping Centers S.A. (“Tenco”); e
- b. o FIQ-FIP Pátria tinha por objetivo proporcionar a seus cotistas a valorização de capital a longo prazo por meio da aplicação de, no mínimo, 90% de seu patrimônio líquido em cotas de emissão do FIP Pátria.

5. Em 09.01.2020, o PÁTRIA INVESTIMENTOS publicou “Comunicado: Reavaliação de Ativos” por meio do qual informou sobre desvalorização do patrimônio líquido do FIP Pátria em 37,20% e do FIQ-FIP Pátria em 38,38%, destacando, em síntese, que:

- a. a desvalorização do valor das cotas dos Fundos Pátria se deu por conta da reavaliação anual dos ativos com base em laudos de avaliação produzidos por terceiros independentes;
- b. nos anos anteriores, os laudos de avaliação tinham sido elaborados por (i) sociedade então responsável pela avaliação dos ativos imobiliários detidos pela Tenco e (ii) Apsis Consultoria Empresarial Ltda. (“Apsis”), responsável pela consolidação dos valores dos ativos, dívidas e recebíveis para encontrar a valoração da referida companhia;
- c. em 2019, o Administrador substituiu a sociedade responsável pela avaliação dos ativos imobiliários detidos pela Tenco e a nova avaliadora, a Cushman & Wakefield (“CW”), teria pautado seus trabalhos em projeções de fluxo de caixa distintas e mais conservadoras do que aquelas até então utilizadas; e
- d. além do endividamento da Tenco, a mudança nas curvas de juros futuros no Brasil e a redução do saldo de caixa e

equivalentes acabaram por reduzir o *valuation* da companhia investida impactando assim o valor das cotas do FIP Pátria e, conseqüentemente, do FIQ-FIP Pátria.

6. Em 25.05.2020, o PÁTRIA INVESTIMENTOS publicou aviso para um “*call* extraordinário” para tratar de assuntos dos Fundos Pátria, os quais foram realizados em 29.05.2020 e 03.06.2020. Na ocasião, a Administradora informou aos cotistas que (a) a investida Tenco estava descapitalizada e precisava do aporte urgente de cerca de R\$ 250 milhões para que pudesse saldar com seus compromissos mais imediatos e que (b) havia desenhado uma operação de aumento de capital da Shoppings do Brasil (a “Operação” ou “Operação de Capitalização”), com subscrição e integralização por um novo fundo de investimento em participações (“Novo FIP”), que também seria administrado e gerido pelo próprio PÁTRIA INVESTIMENTOS.

7. Em 03.06.2020, o PÁTRIA INVESTIMENTOS publicou uma apresentação para confirmar as informações prestadas no “*call* extraordinário” e detalhou que a Shoppings do Brasil havia sido reavaliada em cerca de R\$ 12 milhões. Como resultado do aporte previsto na Tenco pelo Novo FIP, no âmbito do aumento de capital no montante de R\$ 250 milhões, os Fundos Pátria teriam sua participação na companhia diluída em cerca de 95%.

8. Em 24.06.2020, o PÁTRIA INVESTIMENTOS disponibilizou os documentos que fundamentaram o *valuation* considerado na Operação de Capitalização:

a. o laudo de avaliação dos 31 (trinta e um) imóveis da Tenco, com data base de 31.05.2020, concluiu que “o valor de mercado para compra/venda dos imóveis” era de R\$ 1.927.429.800,00 (um bilhão novecentos e vinte e sete milhões quatrocentos e vinte e nove mil e oitocentos reais) e que o “valor de liquidação forçada dos imóveis” seria de R\$ 1.467.813.500,00 (um bilhão quatrocentos e sessenta e sete milhões oitocentos e treze mil e quinhentos reais), uma diferença, portanto, de R\$ 459.616.300,00 (quatrocentos e cinquenta e nove milhões seiscentos e dezesseis mil e trezentos reais); e

b. o laudo de avaliação do Grupo Tenco, também com data base de 31.05.2020, que tinha por objetivo a elaboração “de Laudo de Avaliação a valor justo das ações do Grupo Tenco (...) para embasar o aumento de capital da companhia”, utilizou-se do “valor de liquidação forçada dos imóveis” para, considerando as dívidas e caixa da companhia, encontrar um valor econômico de R\$ 14,148 milhões para a participação da Tenco nas sociedades por ela investidas e, com base nisso, a Avaliadora concluiu que o valor econômico [4] do Grupo Tenco era algo entre R\$ 68,0 milhões negativos e R\$ 72,6 milhões positivos.

9. De acordo com a SIN:

a. conforme pode ser extraído dos valores aportados e das participações finais atribuídas aos participantes da Operação de Capitalização, o valor da Tenco considerada na operação foi algo em torno de R\$ 12 milhões;

b. com base nas informações apresentadas nos laudos, é possível concluir que, caso a Avaliadora, ao invés de utilizar o “valor de liquidação forçada”, tivesse utilizado o “valor de mercado” consignado no laudo de avaliação dos imóveis da Tenco, sem alterar nenhuma das demais premissas utilizadas, o valor econômico do Grupo Tenco ficaria próximo a R\$ 470 milhões;

c. considerando que a participação indireta do FIP Pátria na Tenco era de aproximadamente 74,20%, a utilização do “valor de liquidação forçada” dos imóveis pela Avaliadora provocou, naquele momento, um impacto negativo no patrimônio líquido do fundo de cerca de R\$ 349 milhões;

d. após a Operação de Capitalização, a nova participação do FIP Pátria na Shoppings do Brasil caiu de 77,8% para 8,58% e, considerando que ela detinha 95,36% do capital da Tenco, a participação do FIP Pátria na Tenco foi reduzida de 74,20% para 8,36%; e

e. caso a Tenco fosse avaliada a R\$ 470 milhões (com base na utilização do “valor de mercado”), o aporte de R\$ 114 milhões na companhia feito pelos novos subscritores no âmbito da Operação de Capitalização, elevaria o capital total da Tenco para algo em torno de R\$ 584 milhões e a participação do FIP Pátria cairia da casa de 75% para aproximadamente 60%, e, por conseguinte, os novos subscritores teriam direito a parcela bem inferior do capital da investida em relação àquela a que tiveram direito com base na avaliação considerada.

10. Questionados a respeito do uso do “valor de liquidação forçada” dos ativos da Tenco na avaliação do seu valor justo, PÁTRIA INVESTIMENTOS e MARCELO NOGUEIRA alegaram, em síntese, que:

a. a pandemia de COVID-19 não correspondia à premissa de uma situação normal de mercado, de maneira que, se os ativos da Tenco tivessem de ser vendidos ou de qualquer forma monetizados naquele contexto, os valores a serem obtidos seriam equivalentes àqueles apontados para as hipóteses de liquidação forçada;

b. em relação ao que chamou de valor de liquidação forçada, a CW indicou que “com referência aos graves efeitos da crise gerada pela pandemia do COVID-19, naturalmente todos os investidores estão ainda mais cautelosos” e que “[n]a hipótese de necessidade de geração de liquidez no curto prazo, os valores de liquidação forçada são os mais prováveis de serem obtidos em transações desta natureza”;

c. no laudo de avaliação do Grupo Tenco, a Apsis empregou o chamado de “valor de liquidação forçada” e apresentou uma fundamentação razoável para a escolha por essa avaliação:

“Considerando a atual ausência de liquidez do GRUPO TENCO e a variação de valor do setor de shopping center brasileiro, entendemos que a avaliação dos referidos shoppings, realizada pela Cushman & Wakefield, deve levar em consideração a metodologia de fluxo de caixa descontado e aplicando-se os descontos de liquidação forçada”;

d. em seu entendimento, o critério utilizado para valorar o portfólio de ativo imobiliários da Companhia, cujo resultado foi chamado de “valor de liquidação forçada”, a despeito da denominação adotada, refletiu corretamente o seu valor justo e foi adequado;

e. a despeito de qualquer denominação adotada, a avaliação realizada pela Apsis para a data-base de 31.05.2020 refletia o valor justo da companhia naquele momento, tendo sido, por isso, apropriada; e

f. tal entendimento seria corroborado por pareceres técnicos elaborados por profissionais de renome na área, por meio do qual foram analisados o caso ora em discussão, e expostos entendimentos a respeito da definição de “valor justo” [5], “valor de mercado” [6] e “valor de liquidação forçada” [7];

g. a passagem do tempo teria confirmado o acerto da conduta do administrador, ou seja, a adoção do desconto de liquidação forçada na apuração do valor justo da investida era o que, de fato, melhor refletia a realidade de mercado;

h. exatamente como se espera de uma mensuração a valor justo, o valor de liquidação forçada refletia um valor

compatível com as condições correntes de mercado ao tempo da avaliação, as quais eram particular e atipicamente críticas; e

i. uma nova avaliação realizada em março de 2022 indicou uma redução de 6% no valor do portfólio de ativos da Tenco, resultando em um valor inferior ao de seu passivo, de forma que não há valor remanescente na participação dos Fundos Pátria na Tenco, o que ensejou a marcação deste investimento a zero.

DA MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

11. De acordo com a SIN:

a. conforme disposto no art. 40, XXII, “c”, da então vigente Instrução CVM nº 578/2016^[8] (“ICVM 578”), o PÁTRIA INVESTIMENTOS, na qualidade de gestor, tinha como obrigação entregar o laudo de avaliação do valor justo da Tenco e, na qualidade de administrador, deveria analisá-lo, formando suas próprias conclusões para que as premissas utilizadas fossem validadas;

b. o art. 3º, §1º, da ICVM 579^[9] estabelece que, no caso de fundos considerados entidades de investimento, a contabilização de suas participações em sociedades deve ser feita considerando o valor justo desses ativos;

c. o item 24 do Pronunciamento Técnico CPC 46 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (“CPC 46”) dispõe que valor justo “é o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou pago pela transferência de um passivo em uma **transação não forçada** no mercado principal (ou mais vantajoso) na data de mensuração nas condições atuais de mercado (ou seja, um preço de saída), independentemente de esse preço ser diretamente observável ou estimado utilizando-se outra técnica de avaliação” (grifo da SIN);

d. o laudo da CW emitido em 31.05.2020 já considerava os impactos da pandemia naquele momento, o que pode ser verificado em diversos trechos do referido documento;

e. não haveria outra razão, senão a atualização do cenário econômico impactado pela pandemia, para justificar a redução de cerca de 20% no valor dos ativos no laudo de 31.05.2020 quando comparado ao valor dos mesmos ativos no laudo elaborado pela própria CW um pouco antes, em 05.02.2020, que foi preparado como sendo um consolidador dos laudos elaborados para cada ativo isoladamente e que tinham como data base 26.11.2019;

f. o próprio PÁTRIA INVESTIMENTOS já havia informado, no comunicado sobre reavaliação de ativos publicado em 09.01.2020, que a CW, nova responsável pela avaliação dos ativos, teria pautado seus trabalhos em projeções de fluxo de caixa distintas e mais conservadoras do que aquelas até então utilizadas;

g. considerando que o valor de mercado no laudo de 31.05.2020 já refletia os impactos da pandemia, o valor de liquidação forçada deveria ser utilizado somente em caso de necessidade de levantamento de caixa com a venda compulsória dos ativos para gerar liquidez em um curto espaço de tempo, cenário esse que não era o refletido da Operação de Capitalização estruturada pelo administrador;

h. tal entendimento resta esclarecido no seguinte trecho do laudo da CW:

“Ressalvamos que o valor de liquidação forçada compreende ao valor de um bem na hipótese de uma venda compulsória ou num espaço de tempo menor do que o normalmente observado. Com referência aos graves efeitos da crise gerada pela pandemia do COVID-19, naturalmente todos os investidores estão ainda mais cautelosos. Na hipótese de necessidade de geração de liquidez no curto prazo, os valores de liquidação forçada são os mais prováveis de serem obtidos em transações desta natureza.”

i. a Superintendência de Normas Contábeis (“SNC”), ao analisar a questão, se posicionou no mesmo sentido, tendo destacado, em síntese, que:

i. a CW foi clara quanto à vinculação do valor de liquidação forçada à necessidade de geração de liquidez no curto espaço de tempo (fazendo, inclusive, vinculação à hipótese de uma venda compulsória) e da menção sobre este valor ser substancialmente mais baixo se a venda é forçada a ocorrer em um curto espaço de tempo;

ii. há evidências de que o avaliador, para apurar o valor de mercado no laudo de 31.05.2020 (quando comparado com o de 26.11.2019), utilizou de premissas atualizadas relacionadas ao cenário econômico que emergia na data da avaliação;

iii. no entendimento da área técnica, as demonstrações contábeis dos Fundos Pátria não representaram fidedignamente sua posição financeira e a apuração de seus resultados na data base de 30.06.2020, vis-à-vis seus investimentos não refletirem o valor justo na data de mensuração, em conformidade com as diretrizes do CPC 46;

iv. ao contrário do que foi apresentado nos pareceres técnicos apresentados sobre o assunto, que, em síntese, argumentam que o fato de a entidade estar em situação financeira delicada, com premente necessidade de caixa, em conjunto com o cenário econômico específico do momento da avaliação, faria com que o valor de venda forçada encontrado pela CW possa ser considerado o valor justo naquele momento, situações específicas da entidade não interferem no cálculo do valor justo;

v. não é pelo fato de haver pressão econômica provocada pelo cenário de pandemia que automaticamente as vendas nesse mercado sejam consideradas forçadas, o conceito de valor justo permanece, desde que observadas as condições para sua apuração, quais sejam, premissas de participantes de mercado, transação não forçada e cenário econômico na data da avaliação;

vi. o conceito de transação forçada não é uma base de mensuração e sim uma representação de características específicas da venda observada na data da transação: o vendedor, premido pela necessidade financeira, por exemplo, aceita um valor menor que o valor justo do ativo para concretizar a venda imediata, sem a devida exposição do ativo ao mercado;

vii. o desconto feito pela CW no laudo de 31.05.2020 para que, a partir do valor de mercado, se chegue ao valor de liquidação forçada, foi uma metodologia utilizada para se operacionalizar o cálculo do valor de liquidação forçada;

viii. o avaliador estimou um tempo de alguns meses/anos de exposição para que a venda fosse realizada pelo seu valor justo e uma taxa de desconto para trazer o valor de mercado ao valor de liquidação, considerando o interesse do vendedor em transacionar o ativo em um curto período, em função de um evento específico a ele relacionado;

ix. normalmente a taxa de desconto embute o custo de oportunidade do vendedor na venda em um curto espaço de tempo, funcionando como um “deságio” sobre o valor justo para que a venda ocorra logo; e

x. isso não significa que o valor justo seja um valor futuro, mas sim um valor hipotético de negociação respeitando-

se as condições normais do mercado para a negociação do ativo em uma transação não forçada, que leva um tempo de exposição ao mercado;

j. o argumento do Administrador de que a utilização do valor de liquidação forçada, naquele momento, representava o valor justo dos ativos da Tenco, não tem embasamento técnico e contraria o disposto no art. 3º, §1º, da ICVM 579;

k. se, por hipótese, apesar de toda a ênfase dada à questão da Covid-19 no laudo da CW, ainda persistissem dúvidas em relação a considerar os efeitos da pandemia no processo de avaliação da Tenco, uma decisão diligente, baseada e em linha com o dever de fidedignidade do administrador, seria solicitar esclarecimentos à própria CW, e, se fosse o caso, solicitar eventual correção no laudo por ela entregue, ou ainda, alternativamente, encomendar um novo laudo de avaliação a outra empresa especializada;

l. assumir uma premissa de que os efeitos da pandemia seriam compensados justamente pela diferença entre o valor de liquidação forçada e o valor de mercado foi uma decisão que não se mostrou adequadamente fundamentada, sem o necessário embasamento técnico, que gerou efeitos perversos para os cotistas dos Fundos Pátria;

m. também não se deve levar em consideração o argumento de que a passagem do tempo apenas confirmou o acerto da conduta do administrador pelo simples fato de que a Tenco acabou se desvalorizando ainda mais, diversos fatores podem ter contribuído para a posterior desvalorização da investida, entre eles (i) o fato de que a Operação de Capitalização não conseguiu arrecadar o valor mínimo previsto como necessário ou (ii) até mesmo eventual gestão inadequada das dívidas e passivos pela administração da Tenco;

n. o valor justo deve considerar as “condições econômicas e o cenário atual de mercado na data da mensuração”, como definido no item 24 do CPC 46 e o fato de que os ativos da Tenco acabaram sendo superados pelo seu passivo em nada comprova que a utilização do valor de liquidação forçada na avaliação da investida foi a decisão mais correta a ser tomada;

o. ao utilizar o valor de liquidação forçada na reavaliação do principal ativo integrante da carteira do FIP Pátria, em descumprimento ao disposto no art. 3º §1º, da ICVM 579, o PÁTRIA INVESTIMENTOS causou um grande impacto negativo no valor das cotas dos fundos e no patrimônio dos cotistas; e

p. tal impacto se mostrou ainda mais relevante com a diluição da participação do FIP Pátria na Tenco que acabou por ser majorada, irregularmente, em patamares muito superiores daquela que aconteceria se o valor justo tivesse sido utilizado.

12. Diante do exposto, a SIN propôs a responsabilização de PÁTRIA INVESTIMENTOS, na qualidade de administrador e de gestor dos Fundos Pátria, e MARCELO NOGUEIRA, na qualidade de diretor responsável pela atividade de administração de carteira, por infração, em tese, ao disposto no art. 3º, §1º, da ICVM 579 e no art 92, I, da então vigente ICVM 555 por, supostamente, faltarem com o dever de diligência para com os cotistas dos Fundos Pátria ao utilizarem o valor de liquidação forçada na reavaliação do principal ativo integrante da carteira do FIP Pátria ocasionando, em tese, perdas significativas e irreversíveis na Operação de Capitalização da investida.

DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

13. Em 05.09.2025, os PROPONENTES apresentaram proposta para celebração de Termo de Compromisso por meio da qual ofereceram, para o encerramento antecipado do caso, o pagamento do valor total de R\$ 700.000,00 (setecentos mil reais), sendo:

- a. R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) a serem pagos por PÁTRIA INVESTIMENTOS; e
- b. R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) a serem pagos por MARCELO NOGUEIRA.

14. Em sua manifestação, os PROPONENTES alegaram, em síntese, que:

- a. apresentam bons antecedentes, atuaram de boa-fé e colaboraram plenamente com as investigações, tendo apresentado todos os esclarecimentos que lhe foram solicitados de maneira completa e tempestiva;
- b. a aceitação da proposta gerará economia processual;
- c. as circunstâncias específicas do caso também apontam para a conveniência e oportunidade de encerramento mediante celebração de termo de compromisso uma vez que os mesmos elementos tratados neste processo foram analisados no âmbito de procedimento arbitral e o tribunal arbitral entendeu que a avaliação dos ativos pelo chamado “valor de liquidação forçada” seria adequado e não revelaria falta de diligência dos PROPONENTES, na medida em que esse valor correspondia, dadas as circunstâncias do caso concreto, ao valor justo dos ativos;
- d. as supostas infrações imputadas pela SIN não são inéditas^[10] e apresentam baixa gravidade; e
- e. não há prejuízos a serem indenizados no caso e os valores propostos a título de indenização de eventuais danos difusos causados ao mercado de capitais estão em linha com precedentes^[11] de termo de compromisso celebrado pela CVM em casos envolvendo violação por administradores ou gestores de fundos de investimentos de seus deveres de diligência.

DA MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA

15. Em razão do disposto no art. 83 da Resolução CVM nº 45/2021^[12] (“RCVM 45”) e conforme PARECER nº 00002/2025/GJU-2 (FIN)/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivo Despacho, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE-CVM”) apreciou os aspectos legais da proposta apresentada e opinou “pela inadequação da proposta apresentada no que concerne ao quantum indenizatório, com evidente prejuízo às finalidades preventiva e educativa do instituto, comprometendo a legalidade da celebração do Termo de Compromisso, nas condições propostas.”

16. Em relação aos requisitos constantes dos incisos I (cessação da prática) e II (correção das irregularidades), do § 5º, do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, a PFE-CVM considerou que:

“No que toca ao requisito previsto no inciso I, registra-se, desde logo, o entendimento da CVM no sentido de que *‘sempre que 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[...]*’.

No caso em testilha, a teor do disposto no citado Ofício Interno nº 12/2025/CVM/SIN/GSAF (...), as irregularidades praticadas referem-se à quebra do dever de diligência, pelos proponentes, ao se utilizarem, em junho de 2020, do Valor de Liquidação Forçada, em detrimento da utilização do Valor Justo, na reavaliação da Tenco Shopping Centers S.A. sociedade investida e principal ativo integrante da carteira do Pátria Special Opportunities I - Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia

- FIP (e indiretamente do Pátria Special Opportunities Fundo de Investimento em Quotas de Fundo de Investimento em Participações - FIQ-FIP), em descumprimento ao disposto no art. 3º, §1º, da Instrução CVM nº 579/2016 c.c. art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555, de 17/12/2014, vigentes à época dos fatos.

De se registrar ainda que, conforme item 13 do Termo de Acusação (Aditivo) (...), *'tanto o FIP como o FIQ-FIP foram encerrados em 25/08/2023 por ato do administrador, conforme demonstram os respectivos Termos de Encerramento (...)'*. **Assim, não se encontra indícios de continuidade infracional, exclusivamente com base nas informações constantes no PAS, a impedir a celebração dos termos propostos.**

Relativamente ao preenchimento do requisito previsto no inciso II, no que concerne à necessidade de correção das irregularidades e à indenização de prejuízos, os acusados, como visto no item precedente, apresentaram proposta de celebração de Termo de Compromisso, através da qual se comprometem ao pagamento de indenização a título de danos difusos à CVM, distribuídos da seguinte forma: o valor total de R\$ 700.000,00 (setecentos mil reais), em parcela única, da seguinte forma: (i) PÁTRIA INVESTIMENTOS será responsável pelo pagamento de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais); e (ii) M.S.N será responsável pelo pagamento de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais).

Ressalta-se, ainda, na linha do despacho ao PARECER n. 00058/2015/GJU - 2/PFE-CVM/PGE/AGU (NUP 19957.001313/2015-07) que, *'como regra geral, não cabe à PFE-CVM analisar a suficiência dos valores apresentados na proposta, salvo quando manifestamente desproporcionais às irregularidades apontadas, com evidente prejuízo às finalidades preventiva e educativa que devem ser observadas na resposta regulatória para a prática de infrações, seja ela consensual ou imperativa'*.

(...)

(...) **verifica-se que a área técnica aponta os prejuízos potenciais que teriam sido impostos aos cotistas do FIP e do FIQ-FIP, sem mensurar os montantes efetivamente realizados, (...), fato que, aliado à informação de extinção dos referidos fundos, bem como à existência de sentença arbitral acerca do tema, reforça a conclusão de que não há que se falar em atos materiais para correção do ilícito, ao menos na esfera administrativa, a condicionar a celebração de termo de compromisso.** De fato, não é atribuição das áreas técnicas da Autarquia aferir e mensurar pormenorizadamente os prejuízos que possam ter sido ocasionados a particulares, os quais podem fazer uso dos meios jurídicos disponíveis para o ressarcimento individual. Dessarte, a questão se resolve mediante indenização por danos difusos ao mercado de valores mobiliários[...].

De toda sorte, no caso concreto, foi apurado que *'a utilização do Valor de Liquidação Forçada dos imóveis calculado pela [Avaliadora] provocou, naquele momento, um impacto negativo no patrimônio líquido do FIP de cerca de R\$ 349 milhões'*. Por fim, vale repisar que, ainda conforme apurado pela área técnica, caso *'o "valor de mercado" dos ativos da Tenco fosse utilizado no processo de avaliação, o FIP deveria ter ficado, após o processo de capitalização da Tenco, com uma participação em torno de 60 % na investida, ou seja, o FIP teria uma participação muito mais significativa do que aquela de cerca de 8 % que lhe foi atribuída pelo PÁTRIA INVESTIMENTOS'*.

Assim é que, os expressivos valores indicados na peça acusatória, vinculados às infrações atribuídas aos proponentes, apontam para a inadequação dos valores apresentados para a celebração de termo de compromisso, nas condições propostas, valendo lembrar que a premissa é não haver direito subjetivo à pactuação de acordo com a CVM.

(...)

(...) Assim, **para fins de cumprimento do requisito legal insculpido no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, faz-se necessária a adequação do valor da proposta apresentada, a juízo do CTC, nos termos do art. 83, § 4º, da Resolução CVM nº 45/2021.** (Grifado)

DA NEGOCIAÇÃO DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

17. Em reunião realizada em 13.01.2026, o Comitê de Termo de Compromisso ("Comitê" ou "CTC"), ao analisar a proposta de Termo de Compromisso apresentada, tendo em vista (a) o disposto no art. 83 c/c o art. 86, *caput*, da RCVM 45, (b) o fato de a Autarquia já ter celebrado Termo de Compromisso em casos de infração, em tese, ao disposto no art. 92, I, da ICVM 555, como, por exemplo, no PAS CVM 19957.003286/2024-90 (decisão do Colegiado de 25.11.2025[13], disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/informativos_colegiado/anexos/2025/Informativo43_RC25112025.pdf); e (c) a decisão proferida no julgamento do PAS CVM 19957.000690/2024-10, que tratou dos mesmos fatos analisados no âmbito do presente processo sob a ótica da regularidade da atuação dos auditores independentes (decisão do Colegiado de 09.12.2025[14], disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2025/cvm-multa-em-mais-de-r-11-25-milhoes-acionistas-membros-do-conselho-de-administracao-e-diretores-da-industrias-j-b-duarte-s.a>) entendeu que seria possível discutir a viabilidade de um ajuste para o encerramento antecipado do caso e, consoante faculta o disposto no art. 83, §4º, da RCVM 45, decidiu[15], por maioria, negociar as condições da proposta apresentada.

18. Assim, considerando, em especial, (a) o disposto no art. 86, *caput*, da RCVM 45; (b) a gravidade[16], em tese, da conduta; (c) o enquadramento, em tese, da conduta no Grupo V do Anexo A, da RCVM 45; (d) o montante do patrimônio líquido administrado por PÁTRIA INVESTIMENTOS à época dos fatos; (e) o perfil dos cotistas dos fundos envolvidos; (f) a fase em que se encontrava o processo no momento de apresentação da proposta de compromisso (minuta de acusação na PFE-CVM); e (g) o histórico[17] dos PROPONENTES, que não figuram como acusados em processo administrativo sancionador no âmbito da CVM nem nunca celebraram termo de compromisso junto à Autarquia, o Comitê propôs o aprimoramento da proposta apresentada, com a assunção de obrigação pecuniária, em parcela única, no valor total de R\$ 1.890.000,00 (um milhão oitocentos e noventa mil reais), sendo R\$ 1.260.000,00 (um milhão duzentos e sessenta mil reais) a serem pagos por PÁTRIA INVESTIMENTOS e R\$ 630.000,00 (seiscentos e trinta mil reais) a serem pagos por MARCELO NOGUEIRA.

19. Após o recebimento do comunicado com a decisão do Comitê, os Representantes Legais dos PROPONENTES solicitaram reunião com a Secretaria do Comitê. O encontro foi realizado em 29.01.2026[18], ocasião em que foram prestados esclarecimentos adicionais sobre os parâmetros adotados pelo CTC na elaboração da sua contraproposta.

20. Em 06.02.2026, os PROPONENTES apresentaram contraproposta no valor total de R\$ 1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais), sendo R\$ 1.100.000,00 (um milhão e cem mil reais) a serem pagos por PÁTRIA INVESTIMENTOS e R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil reais) a serem pagos por MARCELO NOGUEIRA.

21. Em sua manifestação, os PROPONENTES alegaram, em síntese, que a análise da infração deveria considerar os aspectos que evidenciam a menor gravidade relativa do caso, sobretudo, a efetiva repercussão das condutas, a ausência de danos concretos e a atuação no sentido de preservar os interesses dos cotistas, ressaltando que:

- a. após a operação de aumento de capital e a diluição da sua participação, o FIQ-FIP foi encerrado mediante o aporte de recursos por parte de sócios do PÁTRIA INVESTIMENTOS;
- b. os sócios do Pátria detinham participação relevante no patrimônio do FIQ-FIP: eles eram cotistas do fundo antes das operações e foram os primeiros a colocar recursos necessários (mais de R\$ 7,5 milhões) para fazer frente às despesas imediatas da Tenco; e
- c. essa circunstância evidencia que os PROPONENTES não auferiram qualquer benefício com as condutas sob apuração e ainda revelam a boa-fé e o compromisso com a proteção dos interesses dos investidores, afastando qualquer interpretação de que teriam agido em benefício próprio ou em detrimento de terceiros.

22. Em reunião realizada em 24.02.2026, o Comitê, ao analisar a contraproposta apresentada, deliberou[19], por maioria, por REITERAR, por seus próprios e jurídicos fundamentos, os termos propostos em 13.01.2026, uma vez que os parâmetros então utilizados estão em linha com que é atualmente adotado pelo Órgão e aceito pelo Colegiado da CVM em casos similares.

23. Em 11.03.2026, os PROPONENTES manifestaram aceitação com o proposto pelo Comitê.

DA DELIBERAÇÃO FINAL DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

24. 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 Termo de Compromisso, tais como a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados, a colaboração de boa-fé e a efetiva possibilidade de punição no caso concreto.

25. Nesse tocante, há que se esclarecer que a análise do Comitê de Termo de Compromisso (“Comitê” ou “CTC”) 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.

26. Assim, e após êxito em fundamentada negociação empreendida[20], o Comitê, em reunião realizada em 17.03.2026, por maioria, entendeu[21] que o encerramento do presente caso por meio da celebração de Termo de Compromisso, com assunção de obrigação pecuniária no valor total R\$ 1.890.000,00 (um milhão oitocentos e noventa mil reais), sendo R\$ 1.260.000,00 (um milhão duzentos e sessenta mil reais) a serem pagos por PÁTRIA INVESTIMENTOS e R\$ 630.000,00 (seiscentos e trinta mil reais) a serem pagos por MARCELO NOGUEIRA, afigura-se conveniente e oportuno, e que a contrapartida em tela é adequada e suficiente para desestimular práticas semelhantes, em atendimento à finalidade preventiva do instituto de que se cuida, inclusive por ter a CVM, entre os seus objetivos legais, a promoção da expansão e do funcionamento eficiente do mercado de capitais (art. 4º da Lei nº 6.385/1976), que está entre os interesses difusos e coletivos no âmbito de tal mercado.

DA CONCLUSÃO

27. Em razão do acima exposto, o Comitê, por meio de deliberação ocorrida em 17.03.2026, decidiu[22], por maioria, opinar junto ao Colegiado da CVM pela **ACEITAÇÃO** da proposta de Termo de Compromisso apresentada por **PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA. e MARCELO SANTOS NOGUEIRA**, sugerindo a designação da Superintendência Administrativo-Financeira para o atesto do cumprimento da obrigação pecuniária assumida.

Parecer Técnico finalizado em 18.05.2026.

[1] “Art. 3º Os investimentos em entidades controladas, coligadas e em empreendimentos controlados em conjunto, detidos por fundos de investimento que sejam qualificados como entidades de investimento, devem ser avaliados a valor justo, em conformidade com as normas contábeis que tratam de reconhecimento e mensuração de instrumentos financeiros e de mensuração do valor justo. (...) § 3º A mensuração do valor justo dos investimentos deve ser estabelecida em bases consistentes e passíveis de verificação.”

[2] “Art. 92. O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão”.

[3] As informações apresentadas nesse Parecer Técnico até o capítulo denominado “Da Responsabilização” correspondem a um resumo do que consta da peça acusatória do caso. Cumpre registrar que, embora a proposta de termo de compromisso tenha sido apresentada em fase pré-sancionadora, a peça acusatória já havia sido elaborada pela SIN e enviada para análise da Procuradoria Federal junto à CVM.

[4] Considerando o Valor Operacional da Tenco Holding, o Endividamento Líquido do Grupo e o Valor das Investidas.

[5] Nesse sentido, foram destacados os seguintes trechos de parecer técnico elaborado pelo do Prof. Alessandro Broedel em fevereiro de 2022, que seriam aplicáveis ao caso em razão de não haver, naquele momento, um mercado principal líquido, pois os shoppings centers no Brasil e na maior parte do mundo estavam fechados e não tinham qualquer perspectiva de retomada de atividades em parâmetros normais: “Dependendo do momento em que o mercado se encontra, [o valor justo] será alterado. Mercados aquecidos e fortes terão valores de saída maiores do que mercados fracos e depreciados. Mercados em crise apresentam maiores riscos e dão maiores descontos nos preços dos ativos” e “[I]nformações sobre potenciais riscos políticos e econômicos não são capturadas pelos relatórios financeiros. Todavia, se estes riscos causarem impactos materiais, o relatório financeiro deve espelhar este efeito para refletir seu atributo de utilidade”.

[6] Nesse sentido, foi destacado o seguinte trecho de parecer técnico elaborado pelos Profs. Eliseu Martins e Vinícius Martins: “Note-se que nas avaliações da CW os fluxos de caixa projetados usados para a mensuração pela ‘avaliação forçada’ são exatamente os mesmos usados para a mensuração a ‘valor de mercado’. O que mudou foi o deslocamento temporal desses fluxos e as taxas de desconto com que esses fluxos são deslocados. Ou seja, as taxas usadas para o cálculo do valor de mercado foram necessariamente as mesmas usadas para se trazer esse valor de mercado futuro à data presente. Essas últimas refletem, em tese, as condições atuais de mercado, enquanto as primeiras refletem as condições normais de

mercado esperadas para o futuro.”

[7] Nesse sentido, foi destacado o seguinte trecho de parecer técnico elaborado pelos Profs. Eliseu Martins e Vinícius Martins “Fica subentendido pela metodologia da CW que o chamado ‘valor de liquidação forçada’ é um reposicionamento temporal do valor de mercado, sendo que, como entendemos, o valor de mercado (pela metodologia adotada) é um valor futuro de negociação ‘normal’, e o valor chamado de ‘liquidação forçada’ é um valor atual. No fundo a expressão ‘liquidação forçada’ para este caso nos parece ser um valor justo numa situação completamente especial (...) É de nosso entender que se deve prestar atenção à metodologia adotada, e não somente ao nome dado para essa metodologia. Em outras palavras, o ‘forçada’ é somente um termo usado, e o relevante em termos econômicos é o entendimento da metodologia de cálculo empregada, a qual revela que o termo ‘forçada’ foi traduzido metodologicamente pela CW como sendo o valor presente de uma negociação normal futura.

[8] “Art. 40. Incluem-se entre as obrigações do gestor, sem prejuízo das obrigações do administrador: (...) XII – fornecer ao administrador todas as informações e documentos necessários para que este possa cumprir suas obrigações, incluindo, dentre outros: (...) c) o laudo de avaliação do valor justo das sociedades investidas, quando aplicável nos termos da regulamentação contábil específica, bem como todos os documentos necessários para que o administrador possa validá-lo e formar suas conclusões acerca das premissas utilizadas pelo gestor para o cálculo do valor justo”.

[9] “Art. 3º: Os investimentos em entidades controladas, coligadas e em empreendimentos controlados em conjunto, detidos por fundos de investimento que sejam qualificados como entidades de investimento, devem ser avaliados a valor justo, em conformidade com as normas contábeis que tratam de reconhecimento e mensuração de instrumentos financeiros e de mensuração do valor justo. § 1º O valor justo dos investimentos deve refletir as condições de mercado no momento de sua mensuração, entendido como a data do reconhecimento inicial, de apresentação das demonstrações contábeis ou aquela em que informações sobre o patrimônio do fundo são divulgadas ao mercado.”

[10] A título exemplificativo foram citados os seguintes processos em que o Colegiado da CVM apreciou suposto descumprimento de dever de diligência por parte de prestadores de serviço de fundos de investimento e precificação dos ativos investidos: (a) PAS CVM nº 19957.002315/2021-53, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 05.07.2022, que envolvia acusação de falha de dever de diligência em face de administrador fiduciário de fundo de investimento imobiliário, relacionada a suposto descumprimento de normas na avaliação de ativos constantes da carteira do fundo (inclusive em razão de alegada avaliação inadequada do ativo pelo seu “valor justo”); (b) PAS CVM nº 19957.004588/2020-51, Dir. Rel. João Accioly, j. em 09.07.2024, que envolvia acusação de falha de dever de diligência em face de gestora de fundos de investimento, relacionada à avaliação de imóvel cedido em garantia no âmbito de operação investida; e (c) Processo CVM nº 19957.004079/2017-23, d. em 24.08.2021, em que o apreciou recurso envolvendo a necessidade de administrador fiduciário de fundo de investimentos imobiliário refazer e reapresentar as demonstrações financeiras do veículo, em razão de suposto “desvio na apuração do valor justo do ativo”

[11] Foram citados os termos de compromissos celebrados no âmbito dos seguintes processos: (a) Processo CVM nº 19957.006371/2021-67, d. em 21.03.2023, em que os proponentes se comprometeram ao pagamento de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) , sendo R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) para a administradora fiduciária e R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais), individualmente, para seus dois diretores responsáveis; e (b) Processo CVM nº 19957.011449/2022-46, d. em 07.11.2023, em que a responsável pela gestão de fundo, acusada de falta de dever de diligência, se comprometeu ao pagamento de R\$ 140.000,00 (cento e quarenta mil reais); (c) Processo CVM nº 19957.009826/2019-81, d. em 22.02.2022, que, embora não envolvesse acusação de falha de dever de diligência, versava sobre falha de gestor na precificação de ativo adquirido por fundo de investimento em direitos creditórios e os os proponentes se comprometeram ao pagamento de R\$ 810.000,00 (oitocentos e dez mil reais), sendo R\$ 540.000,00 (quinhentos e quarenta mil reais) para a gestora e R\$ 270.000,00 (duzentos e setenta mil reais) para o seu diretor responsável.

[12] Art. 83. Ouvida a PFE sobre a legalidade da proposta de termo de compromisso, a Superintendência Geral deve submeter a proposta de termo de compromisso ao Comitê de Termo de Compromisso, ao qual compete apresentar parecer sobre a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, e a adequação da proposta formulada pelo acusado ou investigado, propondo ao Colegiado sua aceitação ou rejeição, tendo em vista os critérios estabelecidos no art. 86.

[13] No caso concreto, o Colegiado, por maioria, decidiu pela aceitação de proposta de Termo de Compromisso no valor total de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) por Administradora de fundo de investimento e Diretor Responsável por suposta infração, em tese, aos arts. 91, I, e 92, I, da então vigente ICVM 555, em fatos ocorridos entre outubro 2014 e setembro de 2017.

[14] No caso concreto, o Colegiado da CVM decidiu, por maioria, pela inépcia da acusação em relação aos arts. 19 e 20 da Resolução CVM nº 23/2021. O SSR atuou como Diretor Substituto no julgamento do processo e apresentou manifestação de voto, em que divergiu dos fundamentos e das conclusões do Relator, votando, assim, pela absolvição dos acusados. O Diretor João Accioly apresentou manifestação de voto acompanhando os fundamentos e as conclusões do Relator, assim como registrando concordância com a análise de mérito empreendida pelo Diretor Substituto.

[15] Deliberado pelos membros titulares de SPS (Carlos Guilherme de Paula Aguiar), SEP (Fernando Soares Vieira), SSR (Luís Felipe Marques Lobianco) e SMI (Andre Francisco Luiz de Alencar Passaro) e pelo substituto de SGE (Maria Lúcia Macieira de Mello). Vencido o substituto da SNC (Osvaldo Zanetti Favero Junior), que votou pela rejeição da proposta.

[16] O art. 92, I, da então vigente ICVM 555 é considerado infração grave, nos termos do art. 141, inciso XIII, da mesma Instrução.

[17] PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA. e MARCELO SANTOS NOGUEIRA não constam como acusados em outros processos sancionadores instaurados pela CVM. (Fonte: Sistema de Inquérito - INQ e Sistema Sancionador Integrado - SSI da CVM. Último acesso em 19.05.2026).

[18] A reunião foi realizada via Plataforma Teams e contou com a presença dos advogados Otavio Yazbek, Guilherme Franco, Julia Carmagnani, Valéria Cardoso, Fabricio Avino e Marinis Pigossi e de membros da Secretaria do Comitê.

[19] Deliberado pelos membros titulares de SGE (Alexandre Pinheiro dos Santos), SMI (Andre Francisco Luiz Alencar Passaro), SPS (Carlos Guilherme de Paula Aguiar) e SSR (Luís Felipe Marques Lobianco) e pelo substituto de SEP (Jorge Luis da Rocha Andrade). Vencido o titular da SNC (Fabio Pinto Coelho), que votou pela rejeição da proposta.

[20] Cumpre registrar que a PFE-CVM entendeu que o óbice jurídico inicialmente apontado foi superado, tendo em vista que, após a negociação realizada pelo CTC, houve elevação dos valores originalmente ofertados pelos PROPONENTES.

[21] Deliberado pelos membros titulares de SGE (Alexandre Pinheiro dos Santos), SEP (Fernando Soares Vieira), SMI (Andre Francisco Luiz Alencar Passaro), SPS (Carlos Guilherme de Paula Aguiar) e SSR (Luís Felipe Marques Lobianco). Vencido o

substituto da SNC (Osvaldo Zanetti Favero Junior) que votou pela rejeição da proposta.

[22] Deliberado pelos membros titulares de SGE (Alexandre Pinheiro dos Santos), SEP (Fernando Soares Vieira), SMI (Andre Francisco Luiz Alencar Passaro), SPS (Carlos Guilherme de Paula Aguiar) e SSR (Luís Felipe Marques Lobianco). Vencido o substituto da SNC (Osvaldo Zanetti Favero Junior) que votou pela rejeição da proposta.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 21/05/2026, às 18:43, 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 22/05/2026, às 10:18, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fabio Pinto Coelho, Superintendente**, em 22/05/2026, às 11:17, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Lobianco, Superintendente**, em 22/05/2026, às 15:05, 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, informando o código verificador **2715362** e o código CRC **8C89E599**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2715362** and the "Código CRC" **8C89E599**.*