



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 16/2018-CVM/SRE

Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2018.

PARA: SGE

DE: SRE/GER-3 e SIN/GAIN

Assunto: Pedido de reconsideração da proibição temporária estipulada pela Deliberação CVM nº 796/2018 de atuação no âmbito de ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos.

Senhor Superintendente Geral,

1. Trata-se de pedido de reconsideração parcial de decisão do Colegiado ("Pedido de Reconsideração" doc. SEI nº 0568717), protocolado em 01/08/2018, e aditado em 08/08/2018 ("Aditamento" doc. SEI nº 0573432), formulado pela Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda ("Argus" ou "Recorrente"), contra a proibição temporária de sua atuação no âmbito de ofertas públicas de valores mobiliários distribuídos com esforços restritos sob o rito da Instrução CVM nº 476/09 ("ICVM 476"), conforme estipulada pela Deliberação CVM nº 796/2018 ("Deliberação 796").
2. Nas seções II e III do Pedido de Reconsideração, a Recorrente apresenta argumentações através das quais solicita também o efeito suspensivo da decisão contida na Deliberação 796, particularmente no que diz respeito a sua atuação, e ainda aponta aspectos pelos quais entende ter havido "afrenta ao devido processo legal". Na seção IV e no Aditamento trata, a Argus, do mérito dos apontamentos da área técnica que deram causa à proposta de edição de medida cautelar, trazida à efeito pelo Colegiado através da Deliberação em comento.

DO PEDIDO DE EFEITO SUSPENSIVO E DO CABIMENTO DA MEDIDA CAUTELAR ORA RECORRIDA

3. O Pedido de Reconsideração ora em análise é o segundo apresentado à CVM a respeito da Deliberação 796, tendo a Vórtx Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários

Ltda. ("Vortex"), também objeto de tal Deliberação, apresentado recurso o qual foi apreciado no Processo SEI nº. 19957.007161/2018-91 (posteriormente outros participantes objeto da referida Deliberação também apresentaram recursos). Naquela oportunidade a Procuradoria Federal Especializada ("PFE") apresentou manifestação a respeito dos aspectos jurídicos relacionados ao também pleiteado efeito suspensivo bem como a questões, então apontadas, que se relacionam com a ausência de prévia manifestação do participante em face, conforme julgava a Vortex, da penalidade imputada.

4. Entendemos que o teor daquela manifestação da PFE é aplicável para refutar os argumentos contidos no Pedido de Reconsideração ora em apreciação, de que não foi conduzido o devido processo sancionador no âmbito do processo que deu causa à medida cautelar contida na Deliberação 796, principalmente por não ter sido oportunizada manifestação prévia em relação às infrações apontadas, bem como relacionados ao pedido de seu efeito suspensivo, pelo que a transcrevemos abaixo, em seus principais termos.

[...] necessário de plano estabelecer que as medidas dispostas no inciso §1º do art. 9º da Lei nº 6.385/76 não possuem, de forma alguma, natureza jurídica de pena, mas sim são medidas que se revestem de caráter inibitório colocados à disposição da CVM para que possa, no exercício de seu mister institucional, "prevenir ou corrigir situações anormais de mercado", nos exatos termos da lei. Neste passo, por não ter caráter de pena, tal medida prescinde, inclusive, de processo administrativo sancionador [...].

Diferenciam-se, assim, o processo administrativo sancionador, o qual encontra-se disciplinado, no âmbito da CVM, na Deliberação CVM nº 538/2008, e as medidas postas à disposição da Autarquia no §1º do art. 9º da Lei nº 6.385/76, que são providências de cunho cautelar, como bem destaca Julya Sotto Mayor Wellisch, in verbis:

A norma em questão [art. 9º, § 1º, da Lei n.º 6.385/76] procura resguardar o interesse da coletividade de investidores, para que a CVM possa não apenas "assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão" (art. 4, III, da Lei nº 6.385/76), mas também "proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado" contra eventuais "emissões irregulares" (art. 4, IV, "a" da Lei nº 6.385/76), assegurando, ainda, "o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido" (art. 4º, V, da Lei nº 6.385/76).

Além disso, faz-se oportuno salientar que a atuação prevista no inciso IV do § 1º do art. 9º revela nítida natureza cautelar, no qual se admite, inclusive, o diferimento do contraditório, especialmente quando o decurso do tempo puder inviabilizar a proteção ao bem jurídico tutelado pela providência de urgência.

Nessa linha, aliás, o art. 45 da Lei 9.784/99 é expresso ao estabelecer que, em caso de risco iminente, "a Administração Pública poderá motivadamente adotar providências acauteladoras sem a prévia manifestação do interessado" [1].

Ainda sobre a atuação cautelar de entes da Administração Pública, é relevante a menção ao art. 45 da Lei n.º 9.784/99, acima referido, que trata de medidas que não têm cunho punitivo [2], mas objetivam a prevenção de danos relevantes ao interesse público ou à ordem administrativa, sendo expressamente permitida a atuação sem a

prévia manifestação do regulado.

Assim sendo, a atuação da CVM encontra-se plenamente justificada e respaldada nas disposições legais acima referidas, sendo-lhe legítimo, diante de indícios relevantes de autoria e materialidade de infrações ao mercado de valores mobiliários, adotar medidas de caráter restritivo em relação aos agentes de mercado sujeitos ao seu poder de polícia.

Assim é que, no presente caso concreto, valendo-se da prerrogativa prevista nos incisos I e II do art. 9º da Lei nº 6.385/76, a Autarquia solicitou informações e documentos [...]. Com base nestes elementos, concluiu pela existência de sólidos indícios de irregularidades na atuação do ora recorrente, o que justificou sua inclusão entre os agentes impedidos de participação em ofertas públicas de valores mobiliários com esforços restritos, nos termos da Instrução n.º 476/2009.

Legítima, portanto, neste contexto, a adoção da medida cautelar, com prazo determinado e possibilidade de prorrogação da proibição de atuação em modalidade específica de oferta pública, uma vez que tem por finalidade a proteção do mercado e dos investidores, bem como a interrupção da continuidade da prática de ilícitos.

Nestes termos, flagrante a diferença entre a medida cautelar e o processo administrativo sancionador, que se encontra previsto no art. 9º, inciso V, da Lei nº 6.385/76 e visa a apuração de atos ilegais que, se confirmados, ensejarão a aplicação das penalidades descritas no rol elencado no art. 11 do citado diploma legal.

Por certo, uma vez instaurado o processo sancionador, os acusados, de acordo com o rito estabelecido na Deliberação CVM nº 538/2008, serão devidamente intimados e a eles serão oportunizados o exercício da ampla defesa e contraditório.

Por outro lado, não se sustenta a alegação de que a decisão cautelar está a impedir o prosseguimento de suas atividades no mercado de capitais, eis que esta restrição se aplica exclusivamente às ofertas públicas com esforços restritos, que, nos termos da Instrução CVM nº 476, estão dispensadas de registro. Nesse sentido, vale destacar o posicionamento da PFE-CVM, constante do DESPACHO n. 00331/2018/PFE - CVM/PFE-CVM/PGF/AGU, in verbis:

O caso analisado envolve a realização de oferta sob o regime da Instrução CVM nº 476/09, que se caracteriza por proporcionar uma série de benefícios ao emissor, tendo em vista que o público alvo da oferta é restrito a investidores profissionais, conforme definição prevista na Instrução CVM nº 554/14.

No que se refere aos fatos objeto do presente processo, deve ser destacado que são considerados investidores profissionais as entidades abertas e fechadas de previdência complementar (art. 9º-A, III, da ICVM 554) e os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios que observem os requisitos previstos na Portaria MPS nº 300, de 03 de julho de 2015 (art. 9º-C da ICVM 554). Embora sejam investidores profissionais no contexto regulatório do mercado de capitais, não pode ser desconsiderado o impacto social decorrente de operações irregulares cursadas no mercado de valores mobiliários que tenham como contrapartes EFPC e RPPS, conforme amplamente noticiado pela imprensa nos últimos tempos [2].

Dentre as vantagens conferidas ao emissor pela

Instrução CVM nº 476/09, merece destaque a redução do tempo para a estruturação da oferta e dos custos relacionados ao pedido de registro na CVM, não havendo a necessidade de elaboração da documentação prevista no rito ordinário da Instrução CVM nº 400/03, notadamente o prospecto.

Ao optar pela oferta com esforços restritos, o emissor deve observar as limitações apresentadas pela Instrução CVM nº 476/09, especialmente a restrição quanto ao número de investidores profissionais que podem ser procurados (setenta e cinco) [3] e efetivamente subscrever os valores mobiliários ofertados (cinquenta) [4], bem como o período de vedação à negociação previsto no art. 13 da ICVM nº 476. Contudo, o regime especial da Instrução CVM nº 476/09 não exime o emissor da obrigação de fornecer aos investidores informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, conforme previsto no art. 10. Da mesma natureza são os deveres previstos para o intermediário líder no art. 11 da ICVM nº 476/09. Já o agente fiduciário possui os deveres específicos previstos na Instrução CVM nº 583/16 enquanto a agência de classificação de risco deve pautar sua atuação pelos deveres previstos na Instrução CVM nº 521/12.

[...]

Diante da gravidade do caso e das corretas considerações da SRE, entendo que a suspensão da oferta objeto do presente processo pode não ser suficiente para prevenir que situações anormais como a ora analisada se repitam com o envolvimento dos mesmos atores, tendo em vista as características do regime previsto na Instrução CVM nº 476/09, no qual o papel dos gatekeepers é fundamental para a manutenção da credibilidade do mercado de valores mobiliários.

Ainda que as ofertas com esforços restritos sejam destinadas exclusivamente a investidores profissionais, permitir que as pessoas indicadas continuem a atuar sob o amparo da Instrução CVM nº 476/09 pode sujeitar o mercado de valores mobiliários ao risco de novas ofertas como a presente, o que pode e deve ser coibido pela CVM, de acordo com os poderes previstos no art. 9º, § 1º, da Lei nº 6.385/76 [10] e art. 45 da Lei nº 9.784/97 [11].

Em suma, não é vedada a participação do recorrente em outras ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, regidas pela Instrução CVM n.º 400/03, de modo que não há empecilho ao exercício de sua atividade empresarial. E, uma vez não desconstituídos os consistentes elementos até agora amealhados e que justificaram a edição da Deliberação 796, consoante afirma a área técnica, não há justificativa para, ao menos nesse momento, afastar os efeitos da decisão do Colegiado em relação ao ora recorrente.

[...] o recorrente requer a concessão de efeito suspensivo ao pedido de reconsideração [...]. Também aqui entendemos que o pedido não merece prosperar, uma vez que não estão presentes os seus requisitos – a fumaça do bom direito e o perigo da demora.

Com efeito, a providência de urgência concretizada por meio da Deliberação 796 tem a finalidade não apenas de proteger os interesses dos investidores, mas também de prevenir e assegurar o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários contra emissões irregulares - e a documentação constante dos autos é farta nesse sentido, não tendo o recorrente trazido qualquer argumento ou documentos que desconstituam a materialidade dos fatos até o momento identificada. Há, portanto, um contexto fático que suporta e legitima a manutenção da medida contra todos os agentes discriminados na Deliberação, a desaconselhar o acolhimento do pedido de efeito suspensivo.

5. Ainda argumentando contra a oportunidade da decisão manifestada na Deliberação 796, pontuou a Argus ter sido ela fundamentada apenas em "indícios de irregularidades sobre os quais sequer há clareza sobre sua autoria e materialidade". Não obstante o fato de que a referência feita pelo Colegiado na Deliberação 796 aos achados da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE") não havia de ser feita de outra maneira, em se tratando de providência em sede cautelar, cabe novamente contextualizar a dimensão do problema identificado, já relatado em detalhes no Memorando nº 35/2018-CVM/SRE/GER-3 ("Memo 35" - doc SEI nº 0537497), que justificou a propositura da proibição aos participantes de mercado.

6. Com base nas apurações conduzidas no âmbito do processo de supervisão, inclusive considerando os dois ofícios encaminhados à Recorrente, dentre outros encaminhados aos demais participantes e agentes envolvidos na oferta pública da 1ª emissão de debêntures da Venture Capital Participações e Investimentos ("Venture" ou "VCI"), a SRE pôde formar convicção não apenas quanto ao descumprimento de certos dispositivos da Instrução CVM nº 521/12 ("ICVM 521"), bem como a outras irregularidades cometidas por outros agentes envolvidos na oferta. Ademais, e principalmente, constatam-se irregularidades semelhantes em outros processos de supervisão de ofertas que apresentavam as mesmas características de distribuição presentes na oferta de debêntures de emissão da Venture, realizadas pelos mesmos participantes que atuaram nesta oferta. Desse modo, a CVM avaliou estar diante de uma situação anormal de mercado, aqui caracterizada pela recorrência de procedimentos que denotam a não observação dos deveres dos participantes envolvidos em certas ofertas públicas, procedimentos os quais, em uma abordagem conjunta, são capazes de afetar o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários.

7. Finalmente, ainda em relação ao uso do termo "indícios", cabe pontuar que já a Resolução CMN nº 702/81, que primeiro trouxe luz à definição de situação anormal de mercado, fez uso do mesmo termo, ao passo em que a Lei nº 6.385/76 faculta à CVM a proibição, aos participantes do mercado, de práticas de atos que especificar, dentre outras medidas, com o fim justamente de prevenir ou corrigir as eventuais situações anormais identificadas, as quais hoje, desde a revisão da Lei nº 6.385/76 ocorrida em 2001, não são mais caracterizadas exclusivamente por força da citada Resolução, o que confere à CVM capacidade de adaptar sua atuação de supervisão ao dinamismo das atividades conduzidas no mercado de capitais. Inclusive outra não deveria ser a leitura, ao se observar que a apuração e imputação de penalidades, prerrogativas da CVM contidas nos incisos V e VI do *caput* do referido art. 9º, denotam o processo sancionador, ao passo em que o § 1º de tal artigo confere a possibilidade de adoção de medidas cautelares a qualquer momento, caso o regulador julgue justificável, de modo a cessar a eventual perpetuação de práticas consideradas nocivas ao mercado e investidores.

DA ARGUMENTAÇÃO EM FACE DO MÉRITO DA DECISÃO

8. Na contestação das conclusões apontadas pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários por meio do Memorando nº 35/2018-CVM/SRE/GER-3, a Recorrente fundamenta seus argumentos nos seguintes aspectos, pontuados para maior clareza da apreciação ora conduzida: (a) *rating* condicionado à distribuição da totalidade das debêntures; (b) operação constituiria típico financiamento de projeto, não sendo aplicável a metodologia questionada pela CVM; (c) limitação do escopo de atuação de uma agência de *rating*; (d) decisão contida na Deliberação 796 teria como fundamento o mérito do *rating* concedido à *posteriori* e não uma avaliação sob o escopo procedimental da agência; (e) papel das garantias na emissão; e (f) inexistência de atuação reiterada, mas sim segmentação do mercado de agências de *rating*.

9. Inicialmente é importante observar que na argumentação que teve como pressuposto o fundamento contido no item (d) parece haver uma contradição, já que justamente ao longo de sua manifestação, conforme inclusive já se depreende dos itens elencados no parágrafo 8º, a Argus contrapôs os aspectos técnicos apontados no Memo 35. Com efeito, mesmo ao se apontar o descumprimento do inciso II do art. 10 da ICVM 521, que trata da indução do usuário a erro quanto à situação creditícia de um emissor ou de um ativo financeiro, o fez a SRE conforme detalhado no Memo 35, com base nos fatos que podiam ser inferidos pela agência de *rating* à época da avaliação, inclusive por pessoas não especialistas em avaliação de crédito, fatos os quais, apenas para maior destaque, apontamos:

- havia claro cenário de maior concorrência relatado no próprio relatório da Argus, in verbis: "*as atuais condições econômicas do País e as perspectivas de maior concorrência para os próximos anos no mercado de empreendimentos hoteleiros e resorts **poderão impactar negativamente os resultados previstos para a VCI***" [grifo nosso];
- se por um lado pondera o Relatório de *Rating* que: "*As demonstrações financeiras da VCI relativas a 31.dez.16 são típicas de uma empresa em processo de desenvolvimento [...], sendo que as vendas oriundas de comercialização de propriedades fracionadas e de serviços hoteleiros começarão a ser contabilizadas, respectivamente, a partir de jan.18 e em dez.19*", afirma, em outro momento, ao analisar cenários de estresse para as principais variáveis contidas nas projeções de fluxo de caixa que consubstanciaram a avaliação, que "*a estrutura econômico-financeira da **VCI possui, ao nível da classificação atribuída, suficiência de Caixa** para fazer frente ao pagamento das PMT devidas na operação*" [grifo nosso];
- conforme mais detalhadamente explorado adiante, a cessão fiduciárias dos recebíveis do empreendimento, que é apontado no Relatório de *Rating* como uma das garantias da operação de crédito objeto da avaliação da Recorrente, na verdade constituiria o lastro para pagamento das debêntures, sendo que, para além de tal constatação relacionada ao fluxo da operação, em termos da análise de crédito da emissão, sua fragilidade enquanto garantia reside no fato de não conferir segurança adicional, ao não exercer um papel independente frente a potenciais fracos resultados financeiros futuros; e
- a garantia terciária, garantia fidejussória dos sócios da VCI, que não chega a representar 3% do valor total da oferta.

10. Percebe-se, portanto, que se tratam de aspectos fáticos os quais, pode-se afirmar com segurança, se mostram incompatíveis *ex ante* com nota "A" atribuída, a qual indica "*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 [...]" (grifos nossos). A principal garantia apontada pela Argus (e principal razão à nota atribuída) refere-se aos direitos creditórios cedidos fiduciariamente, os quais, no momento da emissão (ou seja, *ex ante*), **simplesmente não existiam!**

11. Cabe ainda pontuar sobre a estrutura da operação *vis a vis* sua perspectiva de risco de crédito que é notório que o perfil de financiamento cuja a participação da emissora é praticamente nula, como no caso em tela, onde se trata a Venture de uma "casca vazia" sem ativos que façam frente ao valor do projeto, ou mesmo uma empresa garantidora, resulta em maior risco aos debenturistas. É natural a compreensão de que quanto maior o valor econômico do investimento para o acionista controlador da emissora, mais provável que ele forneça suporte financeiro para o projeto, situação que não se verifica neste caso concreto. Nesta mesma linha, é importante realçar que os projetos denominados *greenfield* que normalmente são ofertados publicamente, seja por título patrimonial ou de dívida, embora sejam eventualmente, em um momento inicial, "cascas vazias" sem ativos, para atrair investidores, costumam contar formalmente com a participação financeira direta dos responsáveis pela emissora ou com a cobertura de pessoas jurídicas já consolidadas e de maior porte.

12. Em relação ao item (c), o argumento de limitação do escopo do papel de uma agência de *rating* foi empregada pela Argus ao tentar refutar a conclusão da SRE no sentido de que o relatório de classificação de risco produzido pela Recorrente induz o investidor ao erro, se atendo, nesse sentido, a defender a não responsabilidade pela verificação de informações produzidas por terceiros à luz do escopo de atuação esperado das agências de *rating*. Notadamente, se referiu à não verificação da divergência entre o tamanho do terreno no qual seria construído o empreendimento, terreno este que, destaque-se, não apenas fazia parte da garantia real da emissão, mas também é parte imprescindível para que se materializem os fluxos de recebíveis do empreendimento, os quais, cedidos fiduciariamente aos debenturistas, representarão o lastro para pagamento da emissão.

13. Inicialmente, abordando o que, ao juízo da SRE, atuou no sentido de induzir o investidor ao erro no âmbito da avaliação de *rating*, cabe aqui transcrever os seguintes trechos do Memo 35:

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

[...]

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

[...]

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

14. Nesse sentido, a capacidade de indução ao erro existente no relatório de *rating*, conforme identificado pela SRE, não está estritamente relacionada a uma alegada divergência no tamanho do terreno, mas fundamenta-se nas deliberadas falhas na abordagem e emprego da metodologia de avaliação que a própria agência mantém e divulga

em seu website, as quais serão revisitadas a seguir para fins de contrapor os argumentos apresentados nos itens (a), (b) e (e) do parágrafo 8 acima.

15. A principal informação fornecida pela agência de *rating* é a classificação ou nota de determinada emissão. A fundamentação para o estabelecimento da nota é importante, mas a primeira e mais evidente informação que alcança os investidores é a nota de crédito. Assim, a “indução a erro” causada pela agência de *rating*, no presente caso (e que se replica, de forma semelhante, nos demais casos da Argus analisados), não se resume a um fato incorreto sobre a garantia real (metragem do imóvel), mas à conclusão de que as debêntures em questão representam um investimento “seguro”, onde “há indicação de investimento” (conforme indicado na escala de *rating*, doc. SEI nº 0578540), ou seja, com baixo risco de inadimplemento.

16. Não cabe à Argus ou à CVM avaliar se determinado ativo é um bom ou mau investimento, ou seja, entrar no mérito da decisão de investimento do investidor. Entretanto, o papel da agência de classificação de risco de crédito é especificamente efetuar tal classificação, que, conforme dispõe o art. 1º, II da ICVM 521, significa a “atividade de **opinar sobre a qualidade de crédito** de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários”.

17. Desta forma, a opinião da agência sobre a qualidade do crédito do emissor ou, em outras palavras, de seu risco de inadimplência, é o principal “produto” fornecido pela Argus.

18. Sobre a metodologia, alega a Argus que aquela analisada pela CVM seria aplicável à emissões de *ratings* corporativos e não a operações em modelo de *project finance*. Cabe inicialmente apontar que a Argus foi instada a se manifestar especificamente sobre as falhas verificadas no emprego da metodologia ao caso em tela. Especificamente a SRE questionou, previamente à proposição da Deliberação 796, através do Ofício nº 109/2018/CVM/SRE/GER-3 (doc. SEI nº 0571091), o que segue:

Considerando o estabelecido pelo art.15 da ICVM 521 [...] explique por que a emissão desta debênture recebeu nota A (Nesta faixa estão as obrigações que apresentam garantias primárias, secundárias e terciárias que ainda permitem a realização do valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. Risco de inadimplência baixo, mas superior ao da faixa anterior), se

[...]

Ao verificar a metodologia adotada pela Argus, observa-se que o emissor apresenta problemas em pelo menos seis dos sete macro fatores, 1. Ambiente Operacional [...] 2. Análise do negócio [...] 3. Qualidade dos ativos [...] 4. Adequação de capital [...] 5. Análise Financeira [...] 6. Resultados [...].

19. Em sua resposta ao Ofício precitado (doc. SEI nº 0571092) a Recorrente em momento algum contrapôs a tese de que os macro fatores citados seriam o fundamento da metodologia aplicada na avaliação em questão.

20. Não obstante, apreciando este argumento trazido pela Argus em sede do Pedido de Reconsideração, algumas observações podem ser feitas. Desde logo um fato merece ser destacado: alegou a Recorrente que a metodologia aplicável à operação de emissão de debêntures da Venture seria aquela descrita no item IX do documento "Overview Procedimentos Metodologia" (disponibilizado em sua página na internet, na seção "Documentos Legais", doc. SEI nº 0571056) que trata de "Operações Estruturadas". No mesmo documento, e em linha com a determinação do art. 18 da ICVM 521, consta a informação que: "As notas para operações do tipo estruturadas (com ativos subjacentes) recebem a indicação '■' para designar este tipo de operação Verifica-se na listagem de *ratings* realizados pela Argus (doc. SEI nº 0571058), também disponível em sua página na

internet, que a nota atribuída à 1ª emissão de debêntures da Venture não apresenta tal marcador, tampouco está apontado no Relatório de *Rating* definitivo ("Relatório" doc. SEI nº 0573248), denotando um erro na informação inicial, inclusive no Relatório de *Rating*, ou que a argumentação da Recorrente apresentada no expediente ora apreciado busca induzir esta Autarquia a erro, o que é mais provável, como se verá adiante.

21. Para além de tal constatação, analisando o que consta no documento "Overview Procedimentos Metodologia", destacamos as seguintes informações, apresentadas ao tratar de "Operações Estruturadas":

*As operações de securitização chegaram ao Brasil mais intensamente após 2004, com a difusão dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), criados pela Lei 9.514/97. Para emití-los foram criadas as **Companhias Securitizadoras de Recebíveis Imobiliários, que junto com as Securitizadoras do Agronegócio e os Fundos e Investimentos de Direitos Creditórios formam o arcabouço de instituições emissoras de operações estruturadas no Brasil.** (grifo nosso)*

[...]

A característica desses papéis, e o que os torna mais arriscados, é o fato de serem formados por outros títulos. Uma avaliação de riscos de crédito desse tipo de ativo precisa considerar a avaliação dos títulos de suporte, até o último nível, já que um título pode ser lastreado em outro e assim dificultar a avaliação real do risco de crédito do título principal.

***Há também formação de estruturas complexas com instrumentos de cessão de créditos e formação de SPE – Sociedades de Propósito Específico.** Por conta disso a avaliação dos instrumentos legais é muito importante e uma adequada firma de advocacia deve ser contratada para a operação. (grifo nosso)*

Geralmente, a preocupação maior está na análise da carteira que lastreia o título securitizado.

22. À luz de tais aspectos que caracterizam uma "Operação Estruturada" para efeitos dos fatores geradores de risco a serem considerados na avaliação de *rating*, conforme explicitado no documento em comento produzido pela Argus, não se pode identificar a VCI, tampouco o título por ela emitido, como enquadrados em tal descrição. Aliás, não custa lembrar que a praxe desse mercado é, de fato, a de classificar como operações estruturadas emissões de CRI, CRA, FIDC, e outros ativos congêneres, mas não debêntures com as características do caso.

23. Nesse sentido, trata-se a VCI de Sociedade Anônima de capital aberto, registrada nesta CVM como categoria B, sendo seu objeto social, conforme Estatuto Social disponibilizado no Sistema IPE "(i) a atividade de holding de instituições não financeiras; (ii) administração e exploração comercial de hotéis, incluindo a construção, implementação e gestão dos respectivos empreendimentos; (iii) administração e exploração comercial de residenciais com serviço, incluindo a construção, implementação e gestão dos respectivos empreendimentos; (iv) exploração comercial de concessões de hotéis em aeroportos, incluindo a construção, implementação e gestão dos respectivos empreendimentos; (v) a construção de edifícios; e (vi) incorporação imobiliária". Portanto a personalidade jurídica do emissor VCI difere sobremaneira tanto de uma Securitizadora como mesmo de uma Sociedade de Propósito Específico.

24. Apenas para fins ilustrativos, tratam-se as Securitizadoras de sociedades anônimas, classificadas como instituições não financeiras, que têm por finalidade a aquisição de recebíveis imobiliários e sua securitização, mediante emissão e colocação, no mercado financeiro e de capitais, de Certificados de Recebíveis. Já sobre as Sociedades de Propósito Específico, caracterizam-se por não desenvolver vida social própria, mas sim se adstringem a um projeto específico que se dispõem a exercer.

25. Já quanto ao valor mobiliário objeto da avaliação de *rating*, foco da Deliberação 796, o Relatório de *Rating* definitivo informa que "A *Debênture* é valor mobiliário, de livre negociação, registrado na Comissão de Valores Mobiliários quando objeto de distribuição pública, que confere ao seu titular direito de crédito contra a empresa emitente, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado. Em sua configuração atual, as *debêntures* têm origem nas Leis no 6.385/76, de 7.dez.76 e no 6.404/76, de 15.dez.76, alteradas pela Lei no 10.303/01, de 31.out.01 e pela Lei no 11.638, de 28.dez.07, aplicando-se normas regularmente editadas pelo Conselho Monetário Nacional, Comissão de Valores Mobiliários - CVM e Banco Central do Brasil."

26. Isto posto, a existência de um arcabouço de lastro para a emissão, calcada em cessão fiduciária de recebíveis e conta vinculada do empreendimento, não é capaz de transformar a personalidade jurídica do emissor tampouco a estrutura do valor mobiliário emitido, características que são primordiais na avaliação de risco de determinado título, sendo que no caso em tela, com base no acima exposto, não se pode afastar que se trata de um título corporativo. A esse respeito, relevante ilustrar a questão com o texto a seguir:

The key question for investors first introduced to the asset-backed securities market is why doesn't a corporation simply issue a corporate bond or medium-term note rather than an asset-backed security? To understand why, consider a triple B rated corporation that manufactures construction equipment. We will refer to this corporation as XYZ Corp. Some of its sales are for cash and others are on an installment sales basis. The installment sales are assets on the balance sheet of XYZ Corp., shown as "installment sales receivables." Suppose XYZ Corp. wants to raise \$75 million. If it issues a corporate bond, for example, XYZ Corp.'s funding cost would be whatever the benchmark Treasury yield is plus a yield spread for BBB issuers. Suppose, instead, that XYZ Corp. has installment sales receivables that are more than \$75 million. XYZ Corp. can use the installment sales receivables as collateral for a bond issue. What will its funding cost be? It will probably be the same as if it issued a corporate bond. The reason is if XYZ Corp. defaults on any of its obligations, the creditors will have claim on all of its assets, including the installment sales receivables to satisfy payment of their bonds. However, suppose that XYZ Corp. can create another corporation or legal entity and sell the installment sales receivables to that entity. We'll refer to this entity as SPV Corp. If the transaction is done properly, SPV Corp. owns the installment sales receivables, not XYZ Corp. It is important to understand that SPV Corp. is not a subsidiary of XYZ Corp.; therefore, the assets in SPV Corp. (i.e., the installment sales receivables) are not owned by XYZ Corp. This means that if XYZ Corp. is forced into bankruptcy, its creditors cannot claim the installment sales receivables because they are owned by SPV Corp. What are the implications? Suppose that SPV Corp. sells securities backed by the installment sales receivables. Now creditors will evaluate the credit risk associated with collecting the receivables independent of the credit rating of XYZ Corp.

[...]

Actually, this legal entity that a corporation sells the assets to is called a special purpose vehicle or special purpose corporation. It plays a critical role in the ability to create a security—an asset-backed security—that separates the assets used as collateral from the corporation that is seeking financing. [3]

27. Já em relação ao item (e) do parágrafo 8º, ao apresentar seus contra argumentos em relação ao *rating* incompatível com os reais riscos de crédito do ativo, inclusive pela fragilidade relacionada às garantias das *debêntures* da Venture (apontada no Memo 35 como uma das inconsistências na aplicação da metodologia da Argus), a Recorrente acaba é por reforçar alguns dos aspectos de incoerência no seu Relatório de *Rating*. Para demonstrar tal fato destaque-se as seguintes passagens daquele documento:

V. ESTRUTURA E PARTICIPANTES DA OPERAÇÃO

[...]

21. *Garantias e Amenizadores:*

[...]

ii. cessão fiduciária de recebíveis e da CV, oriundos de recursos obtidos com a integralização de DBS, de 70% dos recursos oriundos da comercialização de cotas de multi-proprietários (já deduzidos os pagamento de serviços terceirizados envolvidos) e do Lucro Líquido decorrente da operação do HR LAGOINHA a serem oportunamente constituídos,

[...]

VI. *FLUXO DA OPERAÇÃO*

1. VCI emite DBS, oferecendo imóveis como garantia, além da cessão de recebíveis da comercialização de cotas de multi-proprietários e da operação do HR LAGOINHA;

2. ITAÚCOR realiza operação de escriturador e o investidor integraliza as DBS, repassando os recursos para CV da VCI no ITAÚ;

3. após a alienação fiduciária do imóvel e o efetivo registro perante o RGI, a cessão fiduciária de recebíveis e a constituição de fiança por parte dos sócios da VCI, os recursos são disponibilizados para o HR LAGOINHAS, seguindo as destinações estabelecidas na ESCRIDBS;

4. os recursos necessários para o pagamento das parcelas de amortização das DBS são oriundos da cessão fiduciária de recebíveis depositados na CV do ITAÚ, sob fiscalização da VÓRTX,

28. Se por um lado no item V a cessão fiduciária dos recebíveis do empreendimento é apontada como uma das garantias das debêntures, ao se descrever o fluxo da operação, no item VI, a finalidade de tais recursos passa a se caracterizar como lastro da emissão. Ora, aqueles recursos estão atrelados à origem da captação, representando efetivamente o que irá promover o pagamento das debêntures, atuando desta forma como lastro da emissão, sua "garantia" implícita, mas estabelecido, no caso em tela, com créditos futuros, que serão recebidos pelo próprio emissor. Distinguem-se assim, das garantias, item acessório na estrutura de uma obrigação e que tem por finalidade reforçar as operações de crédito a elas associadas.

29. Ademais, ainda que fosse de fato uma "garantia", perde efeito o argumento de que a qualidade do crédito objeto do *rating* se consubstanciaria na existência de uma estrutura de conta vinculada para manutenção dos recursos destinados ao pagamento das debêntures, visto que tal arcabouço de governança estaria comprometido justamente pelas falhas verificadas na atuação também dos demais participantes envolvidos na oferta, como já constatado ao longo do processo de supervisão e relatado no Memo 35.

30. Deste modo, atuam efetivamente no papel de garantias da emissão de debêntures da Venture o imóvel do empreendimento, do qual faz parte o terreno (evitado de problemas, como descrito no Memo 35 e cuja metragem registrada no RGI é cerca de 80% inferior àquela informada no documento da emissão e no Relatório de *Rating*), e a garantia fidejussória dos sócios da Venture, que não chega a representar 3% do valor total da oferta. É importante ressaltar, conforme já explorado no Memo 35, que a existência de garantia real na forma de um imóvel, não tem o condão de caracterizar, *per se*, um baixo risco de inadimplência na operação garantida. Primeiro porque não se deve confundir o risco de crédito do empreendimento (a capacidade de pagamento) com as suas garantias (que são executadas apenas em caso de *default*). Além disso, é notório que o processo de execução de garantias imobiliárias no Brasil é lento e pode não apresentar bons resultados.

31. No que tange ao item (a) do parágrafo 8º, não resiste a uma análise mais detida o argumento da Recorrente de que, no caso concreto da oferta da Venture, a opinião constante do Relatório de *Rating* estava condicionada à distribuição da totalidade das debêntures e como, como isto não ocorreu, o conteúdo do referido Relatório "deixou de ter

validade".

32. Em primeiro lugar, todos os problemas apontados acima subsistem independentemente da proporção captada da oferta originalmente prevista.

33. Além disso, em tese, poder-se-ia argumentar que uma captação menor resultaria em uma dívida menor e, conseqüentemente, mais fácil de amortizar. E vale mencionar que a própria Venture, em seu Pedido de Reconsideração (doc. SEI nº 0569294), afirma que a captação obtida, ainda que parcial, já seria suficiente para executar o projeto imobiliário.

34. Por último, a incerteza relativa ao montante captado na oferta, que, nas palavras da Argus (parágrafo 46 do Pedido de Reconsideração), tornaria inválidas todas as conclusões apresentadas pelo Relatório de *Rating*, não difere das demais incertezas inerentes à oferta e ao empreendimento subjacente. Isto porque a expectativa de pagamento dos juros e amortização das debêntures está calcada nas vendas de unidades imobiliárias do hotel a ser construído e no resultado da futura operação hoteleira, que, da mesma forma, são eventos futuros e incertos. Assim, os mesmos também poderiam ser considerados "fatores que impeçam a conclusão do projeto" capazes de "inviabilizar o pagamento da dívida". Neste diapasão, qualquer fator superveniente à data da emissão do *rating* que diferisse do originalmente projetado poderia invalidar as conclusões apresentadas pelo Relatório de *Rating*, o que tornaria tal documento imprestável.

35. Ainda refutando a medida cautelar, a Argus avaliou, conforme em referência no item (f) do parágrafo 8º do presente memorando, não haver da sua parte atuação reiterada com indícios de irregularidades, alegando que outras eventuais atuações em conjunto com os demais regulados que participaram da oferta de debêntures de emissão da Venture, seria decorrente da concentração da indústria. A simples observação do tamanho da indústria em relação a qual a Recorrente argumenta haver concentração dentre os emissores de *rating* já sinaliza que tal argumento não merece prosperar. Conforme apontado especificamente no Aditamento, a Argus teria entre 2017 e 2018 produzido um total de 76 Relatórios de *Rating*, dentre definitivos, preliminares e revisões, para emissões de debêntures, CRIs e CRAs, enquanto que este segmento do mercado de ofertas públicas de valores mobiliários, no mesmo período, alcançou 697 ofertas, registradas ou conduzidas sob o rito da Instrução CVM 476 conforme dados disponíveis na página de internet desta CVM. Ainda que a existência de *rating* da emissão não seja uma obrigação no âmbito da oferta pública de distribuição, mas considerando que o total de 76 relatórios informados pela Recorrente contém mais do que um relatório por emissão, não há de se falar em concentração de mercado a ponto de justificar a recorrência da aparição da Argus em ofertas públicas sob as determinadas características.

36. Por outro lado, é importante salientar que um elemento fundamental para a edição da Deliberação 796 foi a verificação, em relação aos participantes de mercado objeto da proibição temporária imposta, da prática reiterada de condutas ou mesmo *modus operandi* observado no caso da oferta da Venture (vide Memorando nº 39/2018-CVM/SRE/GER-3 – doc SEI nº 0558641).

37. Apesar de toda a argumentação apresentada pela Argus, seu comportamento não se restringe ao caso da Venture, mas a diversos casos em análise na CVM. No âmbito do Processo SEI nº 19957.004744/2018-60, que trata da oferta pública de distribuição com esforços restritos de debêntures de emissão da EBPH Participações S.A., foram identificados indícios de irregularidades análogas ao caso da Venture, sendo o papel da Argus naquele caso similar ao aqui observado. Inclusive a Argus teria sido objeto de proibição temporária de caráter cautelar em função do observado naquele caso (vide Memorando nº 36/2018-CVM/SRE/GER-3 - doc SEI nº 0552366 e Memorando nº 13/2018-CVM/SRE – doc SEI nº 0563873), o que apenas não ocorreu porque a mesma já havia sido proibida pela Deliberação 796.

38. Além desses 2 casos já apreciados pelo Colegiado, há vários outros casos sob investigação com atuação da Argus em condições aparentemente similares. Vale citar o caso da oferta de debêntures de emissão da Ano Bom Incorporação e Empreendimentos S.A (Processo SEI nº 19957.002498/2018-10), ainda em análise preliminar. Naquele caso, foi identificada uma série de problemas relacionados à emissão, com destaque para questões relativas ao laudo de avaliação do imóvel e constituição das garantias reais. A Argus, em Relatório Preliminar de *Rating*, concedeu a classificação BBB+ e no Relatório Definitivo de Rating, aumentou para A-, ambas notas na faixa de baixo risco de crédito. Observa-se que, além de não ter considerado os problemas relativos à emissão, a Argus também não seguiu sua própria metodologia, pois a emissão apresentava problemas em pelo menos seis dos sete macro fatores da sua metodologia (como no caso da Venture). Outro problema é que a Argus, em seus dois relatórios, apresentou erroneamente as condições de constituição de garantias reais.

39. Ademais, conforme explorado no Memo 35 e reprisado neste Memorando, na atuação individual de cada participante (emissor, intermediário, agente fiduciário e agência de *rating*) pôde se verificar a não observação dos deveres e diligências esperados de cada um, individualmente, falhando na postura de *gatekeepers*, de maneira especial, por se tratar de um regime de ofertas em relação ao qual se concedeu maior flexibilidade, notadamente a partir da dispensa automática de registro junto ao órgão regulador, que implica ausência de análise prévia dos documentos que subsidiam um processo de oferta de valores mobiliários. Para tal constatação, não é necessária a presença de dolo; a simples não observância dos deveres de diligência esperados para cada agente propicia o surgimento de situação anormal de mercado, dando ensejo à atuação cautelar da CVM.

CONCLUSÃO

40. Diante de todo o exposto, a SRE e a SIN afirmam o seu entendimento em relação à necessidade da manutenção da proibição temporária imposta à Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda através da Deliberação 796, pelo que submetemos ao Colegiado da CVM o presente memorando.

Ciente. À EXE, para as providências exigíveis.

Alexandre Pinheiro dos Santos
Superintendente Geral

[1]WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Art. 9º da Lei n.º 6.385/76. In CODORNIZ, Gabriela; e PATELLA, Laura. Comentários à Lei do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 195-196.

[2]Sobre o tema, elucidativo é o comentário de Juliano Heinen, Priscila Sarapani e Rafael Maffini, in verbis: “Da análise desta prerrogativa conferida à administração Pública pelo art. 45, verifica-se que o Poder Público sempre pode impor medidas acautelatórias, com o escopo de resguardar a ordem pública e o interesse público primário do Estado. quando assim age, o faz com o intento de suspender, enfraquecer uma ação danosa. Esta atuação do Poder público não tem o intento primordial de ser punitiva. Na medida em que Administração verifica que há a necessidade de evitar a ocorrência de violação à ordem jurídica, ela acaba por utilizar-se do seu poder geral de cautela. De outro lado, se o intento é reprimir uma transgressão já perpetrada, o que incidirá será algum tipo de sanção administrativa, que encerra, esta sim, punição. Logo, infere-se que o poder geral de cautela tem caráter preventivo, ao passo que a sanção imposta pela Administração Pública tem viés repressivo” (Comentários à Lei do Processo Administrativo – Lei nº 9.784/99. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2015, p. 261).

[3] FABOZZI, Frank J., CFA. In Reading 54 Overview of Bond Sectors and Instruments. Level I 2013 Volume 5 Equity and Fixed Income.: John Wiley & Sons, Inc., 2012, p. 386-387.



Documento assinado eletronicamente por **Elaine Moreira Martins de La Rocque, Analista**, em 17/08/2018, às 10:05, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 17/08/2018, às 10:06, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Geraldo Pinto de Godoy Junior, Gerente**, em 17/08/2018, às 10:07, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Vera Lucia Simões Alves Pereira de Souza, Gerente**, em 17/08/2018, às 10:28, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 17/08/2018, às 11:37, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0579606** e o código CRC **628B8ADA**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0579606** and the "Código CRC" **628B8ADA**.*