



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.008143/2018-26

Reg. Col. 1497/19

Acusados: EBPH Participações S.A., Oswaldo Pano Filho, Alexandre Luiz Trigo Rodrigues Manuel Cerdeiriña Lamas, Planner Trustee DTVM Ltda. (atual Trustee DTVM Ltda.), Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda., Maria Christina Tavares Maciel, Orla DTVM S.A. (atual Orla Empreendimentos Ltda.), Lúcia Cristina Rodrigues Pinto, Paulo Dominguez Landeira, FMD Gestão de Recursos S.A. (atual Fornax Consultoria Empresarial S.A.), Fábio Antônio Garcez Barbosa, Elleven Gestora de Recursos Ltda. (ex-TMJ Gestão Capital Gestão de Recursos Ltda.), Leonardo de Carvalho Iespa, Única Administração e Gestão de Recursos Ltda. (ex- Bridge Adm. de Recursos Ltda.), Alberto Elias Assayag Rocha, José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, Terra Nova Gestão e Administração de Negócios Ltda., José Vanderli Vieira, Bridge Gestora de Recursos Ltda., Sérgio Serrano de Lima, Intrader DTVM Ltda. (atual Intra Investimentos DTVM Ltda.), Edson Hydalgo Junior, Planner Corretora de Valores S.A., Artur Martins de Figueiredo, Gradual CCTVM Ltda. (atual Massa Falida de Gradual CCTVM S.A.), Fernanda Ferraz Braga de Lima de Freitas.

Assunto: Apuração de irregularidades relacionadas à emissão e à distribuição de debêntures da EBPH Participações S.A., em alegadas infrações ao disposto no item I c/c item II, “c”, da Instrução CVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta; no art. 11, I, da Instrução CVM nº 476/2009, por descumprimento do dever de diligência; no art. 90, X, da Instrução CVM nº 555/2014, por descumprimento do dever de fiscalização; no art. 10, II, da Instrução CVM nº 521/2012, pela emissão de relatório de *rating* que induz usuários a erro; e no art. 11, I, II, V e VII, da Instrução CVM nº 583/2016, por descumprimento de deveres por agente fiduciário dos debenturistas.

Relatora: Diretora Flávia Perlingeiro

Voto: Diretor João Accioly

Manifestação de Voto

1. Respeitosamente divirjo, em parte, do voto da Ilustre Diretora Relatora, de cujas conclusões discordo apenas no que toca aos fatos atribuídos à Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda. e à conseqüente responsabilização de Maria Christina Tavares Maciel.
2. Apesar da extinção de punibilidade da Argus, os fatos a ela atribuídos são os mesmos imputados a Maria Christina, pelo que os examino como “infração ao inciso II do art. 10” da ICVM 521, de que ambas são acusadas (Termo de Acusação, §281, 5.3).
3. A Acusação apresenta uma série de críticas ao relatório de *rating*. O voto da Il. Relatora dá razão a parte dessas críticas. Acompanho seu entendimento sob o aspecto de concordar com as descrições e razões pelas quais o voto considera falhas tais características da atuação da agência e do relatório que ela produziu. Onde tenho entendimento diverso é sobre essas falhas caracterizarem especificamente a infração imputada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

4. Adianto resumidamente as razões desse entendimento:

(i) Boa parte da fundamentação da responsabilização da agência de rating consiste em fatos que a acusação afirma violarem o art. 15 da ICVM 521, que exige da agência o cumprimento de sua própria metodologia. Entendo – acompanhando a Il. Relatora – que a agência descumpriu sua metodologia em parte dessas falhas. Porém, a infração imputada não foi ao art. 15, e sim ao inciso II do art. 10 da ICVM 521.

(ii) A conduta exigida pelo inciso II do art. 10 é a do *caput* completado pelo inciso, que determina que a agência “*deve adotar providências*” com o *objetivo* de evitar a indução a erro. Descumprir *essa* norma seria *deixar de* adotar providências com tal objetivo, e a agência objetivamente *adotou providências* com tal objetivo – mesmo que pudesse ter adotado outras e que tenha produzido um trabalho de má qualidade. A acusação trata o inciso II do art. 10 da ICVM 521 como um tipo infracional autônomo: “induzir a erro” os investidores ou “usuários” do relatório por conta de falhas neste – que a norma não prevê. As providências que a agência deve adotar não são, no art. 10, especificadas, quantificadas, nem qualificadas de qualquer forma senão pela finalidade de evitar erro. O §2º do art. 10 da ICVM 521 impõe deveres compatíveis com as falhas apontadas pelo voto da Il. Relatora, mas não foi essa a infração imputada no termo de acusação.

(iii) Apesar das falhas, não vejo como considerar ter havido infração ao art. 10, II, da ICVM 521. Considerar tal norma descumprida porque as providências adotadas não evitaram que usuários fossem levados a erro é tratar sendo como de resultado uma obrigação que o próprio voto reconhece ser de meio. Considerar tal norma descumprida porque o relatório não adotou providências nela não previstas, que *ao julgar* o julgador entende que deveriam ter sido adotadas, é impor ao particular deveres que a regra não impôs, e fazer retroagir a regra alterada em prejuízo do acusado.

5. A seguir desenvolvo brevemente os argumentos acima sintetizados.

6. A acusação menciona, em algumas passagens, a infração ao art. 15 da ICVM 521, que exige da agência de rating o cumprimento de sua própria metodologia. Registro, nesse sentido, que se a infração imputada fosse de violação ao art. 15, estaria caracterizada a materialidade. Aquele dispositivo descreve claramente a conduta exigida – elaborar relatório “*em estrita observância aos procedimentos e metodologias adotados pela agência*”- e o voto da Il. Relatora reconhece (em entendimento que acompanho) ter havido incompatibilidade entre uma nota atribuída e as condições previstas na metodologia para atribuição daquela nota, como bem registrado em seu voto. Porém, não é pela infração ao art. 15 que a Argus é acusada, mas apenas ao “inciso II do art. 10” da ICVM 521. Apesar de a Defesa ter prudentemente enfrentado as



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

alegações de infração ao art. 15, inclusive demonstrando a improcedência de parte delas, como reconhecido pela II. Relatora, não se poderia condenar por infração não imputada.

7. Nos termos exatos do Termo de Acusação (§281, 5.3), Argus e sua diretora deveriam ser responsabilizadas “por infração ao inciso II do art. 10 da ICVM 521”. Eis o dispositivo:

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

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

8. Entendo que o inciso II, *por si só*, não é passível de ser infringido, pela singela razão de que não descreve uma conduta. O que pode constituir infração, sim, é o descumprimento da conduta descrita pela junção do texto do *caput* com o de qualquer dos incisos. Não se trata de crítica pernóstica à *redação* empregada – dizer “infração ao inciso II do art. 10” deveria equivaler a dizer “infração ao art. 10, II”. O problema é que a acusação realmente parece construir o argumento da infração com base *apenas* no texto do inciso II descolado do seu *caput*. Ou seja: a infração seria “induzir os usuários a erro”. De que forma? Não por meio de engodo, que constituiria operação fraudulenta, mas pelo “conjunto da obra”, por má qualidade do trabalho que gerou a nota de crédito. Eis os trechos em que isso fica mais evidente:

107. 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, não se resume a um fato específico, mas à conclusão de que as debêntures em questão representam um investimento com baixo risco de inadimplemento.**

(...).

110. Desta forma, **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 EBPH foi produzido pela LFRating com uma nota de crédito artificialmente otimista e desconectada dos parâmetros de mercado, da realidade da empresa e da própria metodologia da agência de rating, induzindo os usuários do relatório a erro quanto à situação creditícia do ativo financeiro.**

7. O voto da II. Relatora parece seguir a mesma lógica ao tratar da infração. A começar pelo título da seção em que trata da agência de rating, em que se refere à infração como “C. *Emissão de relatório de erro que induz usuários a erro*” (pág. 43, entre §§191 e 192). (Os demais são: A – *Operação fraudulenta*; B. *Descumprimento de deveres pelo Agente Fiduciário*, D. *Descumprimento do dever de diligência pela Intermediária Líder*; E. *Descumprimento do dever de fiscalização pelos Administradores dos Fundos*). E conclui a seção da mesma forma:

“217. Ante o exposto, voto pela condenação de Maria Christina Maciel, pela acusação de infração ao art. 10, II, da ICVM nº 521/2012, **pela emissão do Relatório de Rating que induzia usuários a erro.**”

8. Ocorre que o art. 10, II, não descreve como conduta irregular “emitir relatório de rating que induza usuários a erro”, nem como conduta exigida “emitir relatório de rating que impossibilite a indução dos usuários a erro”. O *caput* do artigo não pode ser ignorado, nem seu



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

texto ampliado para fins de aplicação de punição. O dispositivo por inteiro exige que a agência *adote providências com a finalidade de evitar a indução a erro.*

9. Para descumprir a conduta exigida pelo art. 10, II, portanto, a agência teria que *deixar de* adotar providências com o objetivo de evitar a indução a erro dos usuários. Ora, por mais sua atuação tenha tido imperfeições e esteja longe de ser um exemplo de boa qualidade no serviço de classificação de risco, a agência objetivamente *adotou providências* com tal objetivo. Menos que o ideal? Certamente. Mas estamos tratando de aplicação de penalidades. O texto da norma não pode servir como adorno argumentativo, nem ser complementado, reescrito e ampliado com exigências adicionais, a fim de nele encaixar os fatos como uma peça de quebra-cabeças que se tenta forçar fora de seu lugar. O art. 10, II, da ICVM 521 não especifica, não quantifica, não exemplifica as providências que a agência de risco deve adotar. A única qualificação da adoção de providências é que elas tenham a finalidade – “*deve adotar providências para...*” (caput) – de evitar a indução a erro (inciso II).

10. É claro que se pode olhar para o caso dos autos, entender que a atuação da agência de rating teve falhas, que seu relatório não evitou aquisição de títulos fraudulentos, e que isso é indesejável. Porém, a norma precisa incidir sobre o fato. Se ela não contém proibições ou exigências que os fatos mostram que deveria conter, mude-se a norma, mas não para alcançar fatos passados. Se o dispositivo dissesse que a agência de rating “*deve atuar com diligência ao adotar providências e medidas compatíveis com a prática do mercado para evitar indução a erro por parte de seus usuários*”, ou algo parecido, haveria espaço para incidir sobre as críticas feitas ao trabalho. Mas nem seria necessário: bastaria que a infração imputada fosse, por exemplo, a do descumprimento da própria metodologia ao elaborar o relatório de rating (o já citado art. 15), que se poderia afirmar sua incidência com clareza, proteger o mesmo bem jurídico, prover o mesmo incentivo a uma atuação voltada a evitar erros. Ou, talvez ainda mais simples, imputar a infração ao §2º do art. 10 da ICVM 521. Nesse sentido, trago as palavras do Presidente João Pedro Nascimento ao relatar o PAS nº 19957.008816/2018-48 (Venture Capital):

227. É nessa linha que, complementando o art. 10 da ICVM 521 e melhor esclarecendo o que se espera das agências de rating no exercício de suas funções, o §2º desse dispositivo determina que:

“[a] agência classificadora de risco de crédito deve adotar, implementar e fazer cumprir procedimentos escritos que assegurem que as opiniões que ela divulgue estejam baseadas em uma análise detalhada de todas as informações que sejam do conhecimento da agência e relevantes para sua análise, de acordo com sua metodologia de classificação de risco” (grifei).

11. Noto, a propósito, que o voto da Il. Diretora Relatora transcreve os parágrafos imediatamente anteriores ao acima transcrito. Porém, a menção ao §2º, que tão bem parece adequar-se às falhas da Argus naquele caso e neste, a meu ver traz luz para a ausência de qualquer menção ao §2º do art. 10 no Termo de Acusação deste processo. Tivessem a agência de rating e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

sua diretora sido acusadas de infração ao §2º, tudo o que os autos mostram – especialmente a forma com que a II. Relatora examina as alegações da acusação e da defesa sobre a atuação da agência ao elaborar o Relatório – me leva a crer que a infração estaria caracterizada, assim como ao art. 15. Em todo caso, não tendo sido imputada infração ao §2º do art. 10, nem mesmo houve oportunidade aos acusados para manifestarem-se a respeito.

11. Insisto que não estou a afirmar que a atuação da agência de rating foi isenta de falhas. Nem mesmo que foi isenta de irregularidades – é não apenas indesejável, como efetivamente constitui infração punível a elaboração de relatório com descumprimento da própria metodologia, bem como o que poderia ter sido a infração ao §2º do art. 10. Apenas não vejo como considerar ter havido infração *ao inciso II do art. 10*, da ICVM 521, e a acusação foi apenas esta.

12. Sendo apenas essa a infração imputada, apenas o texto do art. 10, II deveria ser suficiente para incidir sobre os fatos. Ele prescreve uma conduta de maneira direta: que a agência *adote providências para evitar* emissão de classificação de risco que induza seus usuários a erro. A agência adotou providências com tal finalidade – isto é fato. (Que as providências podiam ter sido mais e melhores é opinião – inclusive a minha – mas o dispositivo não trata disso). Para considerar que essa regra, em sua estrita literalidade (aquela literalidade necessária para aplicar penas), foi infringida pela constatação de que as providências adotadas não evitaram que usuários fossem levados a erro, é preciso lê-la como impondo uma obrigação de resultado. O raciocínio implícito seria algo como o seguinte: *a agência deve adotar providências para evitar indução a erro; a agência adotou providências, mas houve indução a erro; logo, a agência descumpriu seu dever*. O raciocínio é logicamente possível e até compatível com o texto. Porém, nesse raciocínio, a obrigação imposta à agência seria de resultado, quando o próprio voto da II. Relatora reconhece ser de meio.

13. A leitura da obrigação da agência de rating como de resultado foi apresentada apenas para construção do argumento; esclareço não estar afirmando, de modo algum, que tal leitura representa a visão contida no voto da II. Relatora. O entendimento nele contido, a meu ver, considera a norma descumprida porque o relatório não adotou providências *em quantidade e qualidade compatíveis com um dever de diligência*, ou algo similar. Por mais que eu concorde com tal impressão ao julgar a qualidade do serviço, não concordo ao verificar algo bem mais objetivo que é a incidência da infração à norma. Uma interpretação como essa, por mais que faça sentido no campo do que seria desejável, significa exigir da agência não apenas o “*adotar providências*” previsto no texto normativo, mas exigir *adicionalmente* providências que, *ao julgar*, o julgador entende que deveriam ter sido adotadas. Como se algo parecido com o texto do §2º do art.10 pudesse estar subentendido no caput ou no inciso II. Assim, a aplicação específica do art. 10, II, sob interpretação como essa, impõe ao particular deveres que a regra não impôs, e faz retroagir a alteração em prejuízo do acusado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

14. Por fim, não aprofundo a questão da responsabilização individual da acusada Maria Christina por entender que, não havendo materialidade da infração específica imputada a ela e à Argus, não há que se falar em autoria. Registro apenas, em atenção ao §216 do voto da Il. Relatora, concordar que a punição de alguém por ser o centro de imputação não constitui propriamente responsabilidade objetiva. A acusação ainda me parece “objetiva”, ao prescindir de imputar qualquer conduta ao acusado; porém, bem aponta a Il. Relatora ser possível a absolvição caso o defendente descreva e demonstre sua conduta e com ela prove sua inocência. Transferir tão assumida e explicitamente o ônus da acusação para a defesa ainda me parece questionável à luz de garantias fundamentais, mas realmente objetiva não seria uma classificação adequada para essa forma de responsabilização.

15. Voto, com base nos fundamentos acima, pela absolvição de Maria Christina Tavares Maciel, e reitero acompanhar todas as demais conclusões do voto da Il. Diretora Relatora.

Brasília, 20 de dezembro de 2023.

João Accioly

Diretor