



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 às debêntures de emissão 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



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

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) em conjunto com a Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (“SIN” e, com a SRE, “Acusação”), para apurar responsabilidades por alegadas irregularidades na 1ª emissão de debêntures da EBPH Participações S.A. (“EBPH” ou “Emissora” ou “Ofertante” e “Debêntures EBPH”, respectivamente), envolvendo a própria EBPH, e seus sócios à época, Oswaldo Pano Filho (“Oswaldo Pano Filho”) e Alexandre Luiz Trigo Rodrigues (“Alexandre Rodrigues”); e Manuel Cerdeiriña Lamas (“Manuel Lamas”), que ocupava, cumulativamente, os cargos de Presidente da EBPH e membro do conselho de administração (“CA”) da EBPH, todos acusados por infração ao item I c/c II, “c”, da Instrução CVM (“ICVM”) nº 8/1979; o agente fiduciário Planner Trustee DTVM Ltda. (“Planner” ou “Agente Fiduciário”), acusado por infração ao art. 11, I, II, V e VII, da ICVM nº 583/2016; a intermediária líder Orla DTVM S.A. (“Orla” ou “Intermediária Líder”), bem como sua diretora responsável Lúcia Cristina Rodrigues Pinto (“Lúcia Pinto”), acusadas por infração ao art. 11, da ICVM nº 476/2009; e a agência de classificação de risco de crédito Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda. (“Argus” ou “LFRating” ou “Agência de Rating”), bem como sua sócia e diretora responsável Maria Christina Tavares Maciel (“Maria Christina Maciel”), acusadas por infração ao art. 10, II, da ICVM nº 521/2012.

2. Foram também acusados os gestores e os administradores fiduciários dos fundos de investimentos subscritores das Debêntures EBPH (quando referidos em conjunto, “Gestores”, “Administradores” e “Fundos”, respectivamente), bem como seus respectivos diretores responsáveis, a seguir listados (todos esses, em conjunto com os anteriormente elencados, os “Acusados”):

Gestores	Diretores Responsáveis
Imputação: infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979	
FMD Gestão de Recursos S.A. (“FMD Gestão”)	Fábio Antônio Garcez Barbosa (“Fábio Barbosa”)
TMJ Gestão Capital Gestão de Recursos Ltda. (“TMJ Gestão”) ¹	Leonardo de Carvalho Iespa (“Leonardo Iespa”)
Bridge Administradora de Recursos Ltda. (“Bridge Administradora”) ²	Alberto Elias Assayag Rocha (“Alberto Rocha”)

¹ Posteriormente passou a ser denominada Elleven Gestora de Recursos LTDA. (“Elleven”).

² Posteriormente passou a ser denominada Única Administração e Gestão de Recursos LTDA. (“Única”).



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

Terra Nova Gestão e Administração de Negócios Ltda. (“ <u>Terra Nova</u> ”)	José Vanderli Vieira (“ <u>José Vieira</u> ”)
Bridge Gestora de Recursos Ltda. (“ <u>Bridge Gestora</u> ”)	Sérgio Serrano de Lima (“ <u>Sérgio Lima</u> ”)

Administradores	Diretores Responsáveis
Imputação: infração ao inciso X do art. 90 da ICVM nº 555/2014	
Bridge Administradora	Alberto Rocha e José Carlos Lopes Xavier de Oliveira (“ <u>José de Oliveira</u> ”)
Intrader DTVM LTDA. (“ <u>Intrader</u> ”)	Edson Hydalgo Júnior (“ <u>Edson Hydalgo</u> ”)
Planner Corretora de Valores S.A. (“ <u>Planner Corretora</u> ”)	Artur Martins de Figueiredo (“ <u>Artur Figueiredo</u> ”)
Orla DTVM S.A. (“ <u>Orla</u> ”)	Paulo Dominguez Landeira (“ <u>Paulo Landeira</u> ”)
Gradual CCTVM LTDA. (“ <u>Gradual</u> ”)	Fernanda Ferraz Braga de Lima de Freitas (“ <u>Fernanda Freitas</u> ”)

3. Este PAS teve origem no Processo Administrativo (“PA”) CVM nº 19957.004744/2018-60, que tratou da investigação de irregularidades na oferta das Debêntures EBPH (“Oferta”), realizada ao amparo da ICVM nº 476/2009 (“Oferta 476”), que dispõe sobre as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos e a negociação dos valores mobiliários nos mercados regulamentados.

II. OFERTA E STOP ORDER

4. Em 30.05.2016, a EBPH emitiu cinco mil debêntures simples, em série única, no montante total de R\$ 50 milhões, remuneradas a 140% do CDI e com prazo de vencimento de nove anos (até 30.05.2025). Tratou-se de oferta primária iniciada em 20.06.2016 e que, até 02.02.2018, totalizou o valor de aproximadamente R\$ 53,5 milhões (subscrição de 4.992 debêntures), das quais a maioria dos investidores foram fundos com cotistas integrantes do Regime Próprio de Previdência Social (“RPPS”).

5. De acordo com o Instrumento Particular de Escritura da 1ª Emissão de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações, da Espécie Quirografária a ser convolada em da espécie com Garantia Real, em Série Única, para Distribuição Pública, com Esforços Restritos da EBPH Participações S.A. (“Escritura de Emissão”)³, as Debêntures EBPH contavam com as seguintes garantias:

- (i) alienação fiduciária das 100 ações ordinárias da EBPH de titularidade dos intervenientes garantidores (que eram os acusados Oswaldo Pano Filho e Alexandre Rodrigues);

³ Doc. 0504710 do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.



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

- (ii) alienação fiduciária das participações societárias a serem adquiridas pela EBPH com a utilização de recursos da Emissão; e
- (iii) cessão fiduciária de 90% do fluxo de recebíveis de quaisquer dividendos e/ou juros sobre o capital próprio ou qualquer outro tipo de participação nos lucros da EBPH.

6. Em reunião realizada em 31.07.2018⁴, o Colegiado da CVM determinou, por meio da Deliberação CVM nº 797/2018: (i) a suspensão da Oferta e a abstenção de todos os sócios, responsáveis, administradores e prepostos da EBPH e da Orla de realizar a oferta pública; e (ii) que a EBPH e seus sócios (à época) se abstivessem de realizar ou atuar em novas Ofertas 476, pelo período de um ano, prorrogável (se fosse o caso), conforme nova determinação do Colegiado da CVM.

7. A EBPH apresentou pedido de reconsideração⁵, que foi analisado no âmbito do PA CVM nº 19957.007791/2018-65 e indeferido pelo Colegiado em reunião realizada em 04.09.2018⁶.

III. ACUSAÇÃO

8. SRE e SIN apresentaram, conjuntamente, peça de acusação (“Termo de Acusação” ou “TA”)⁷, dividida em seções que trataram da responsabilidade de cada um dos participantes envolvidos na Oferta.

9. Em síntese, ao ver da Acusação, os principais problemas identificados foram os seguintes:

- (i) destinação de recursos em desacordo com o estabelecido na Escritura de Emissão;
- (ii) custos de distribuição acima da média de outras ofertas;
- (iii) garantias dependentes do sucesso do empreendimento;
- (iv) dívidas e cronograma atrasados quanto às obras do empreendimento;
- (v) pagamentos suspeitos recebidos pelo diretor presidente da EBPH por meio de empresa contratada na Oferta;
- (vi) agente fiduciário não atuou diligentemente para esclarecer as inconsistências na Oferta, como quanto à qualidade das garantias;
- (vii) a Agência de Rating produziu relatório inconsistente, que induzia leitor ao erro;
- (viii) a Intermediária Líder não diligenciou para que informações completas sobre o investimento nas Debêntures EBPH fossem prestadas aos investidores;
- (ix) os Gestores dos Fundos (com cotistas RPPS) que subscreveram a Oferta não foram diligentes na aquisição das Debêntures EBPH;
- (x) os Gestores decidiram permanecer com o ativo mesmo após terem tido a oportunidade de votar pelo vencimento antecipado em Assembleia Geral de Debenturistas (“AGD”); e
- (xi) os Administradores dos Fundos não demonstraram evidências suficientes de que fiscalizaram as aquisições das Debêntures EBPH (ativo de crédito) para a carteira dos Fundos e não agiram de forma diligente e com lealdade para com os cotistas.

⁴ Doc. 0577538, idem.

⁵ Doc. 0578100 do PA CVM nº 19957.007791/2018-65.

⁶ Doc. 0610507, idem.

⁷ Doc. 0649888, idem.



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

10. Consoante pontuado no TA, por se tratar de Oferta automaticamente dispensada de registro nos termos da ICVM nº 476/2009, não houve análise prévia pela CVM, fato que, ao ver da Acusação, amplifica a relevância das responsabilidades da Ofertante, da Intermediário Líder, do Agente Fiduciário e da Agência de Rating em relação às irregularidades na Oferta, bem como dos Administradores e dos Gestores dos Fundos nas respectivas atuações.

A OFERTA E EBPH, OSWALDO PANO FILHO, ALEXANDRE RODRIGUES E MANUEL LAMAS

11. Como apontado pela Acusação, a EBPH é uma sociedade por ações sem registro de emissora na CVM, cujo objeto social é a aquisição de participações societárias de outras empresas e fundos de investimentos que invistam em empreendimentos hoteleiros⁸. Anteriormente à realização da Oferta, a EBPH não tinha ativos e contava com capital social de apenas R\$ 100,00, como refletido em cadastro na Receita Federal⁹, o que, para a SIN e a SRE, seria um capital próprio baixo em contraste à sua pretensão de atingir R\$ 50 milhões em uma emissão de debêntures, o que “*demonstra um baixo compromisso dos controladores da emissora ao projeto e na probabilidade de eles fornecerem suporte financeiro ou operacional futuro ao projeto, se necessário*”¹⁰.

12. Consoante a Escritura de Emissão, os recursos obtidos pela EBPH teriam a seguinte destinação:

“i. aquisição de participações societárias em sociedades que desenvolvam empreendimentos hoteleiros, sejam tais participações adquiridas de acionistas de companhias e/ou cotistas de fundos de investimentos, sejam participações diretas e/ou indiretas; e

*ii. pagamento de custos e despesas relacionadas à Emissão, incluindo mas não se limitando à contratação de prestadores de serviço de estruturação, escritório de advocacia, coordenador líder e agente fiduciário, pagamento de despesas cartorárias referentes à constituição das Garantias, bem como outras despesas que sejam necessárias.”*¹¹

13. Para a Acusação, “*a EBPH adquiriu por meio de cotas do FIP LSH, participação em sociedade que desenvolve empreendimentos hoteleiros, a LSH BARRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A. (“LSH Barra”). Entretanto, tendo em vista que a EBPH adquiriu aproximadamente apenas 10% das cotas do FIP LSH, o poder de decisão da EBPH sobre o hotel e o eventual recebimento de receitas ou garantias oriundas do empreendimento hoteleiro ficaram muito reduzidos.”*

14. Questionada, a EBPH informou, em resposta¹² ao Ofício nº 158/2018/CVM/SRE/GER-3¹³, a

⁸ Doc. 0504697, fl. 3, do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

⁹ Doc. 0534737, idem.

¹⁰ Item 21 do Termo de Acusação (Doc. 0649888).

¹¹ Doc. 0504710, fl. 7, do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

¹² Doc. 0533450, idem.

¹³ Doc. 0528525, idem.



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

seguinte aplicação dos recursos captados: (i) 83,33% em aquisição de participação hoteleira; (ii) 7,94% em custos diretos de estruturação das Debêntures EBPH; (iii) 2,97% em custos indiretos de estruturação das Debêntures EBPH; e (iv) 5,67% em despesas administrativas e outros.

15. A partir dessa apuração e outras comunicações, a Acusação vislumbrou cinco problemas:

Problema 1: violação da destinação dos recursos prevista na Escritura de Emissão, visto que, no mínimo, 5,67% do dinheiro não foi utilizado nos dois únicos destinos possíveis para as debêntures: (i) a aquisição de participação societárias; ou (ii) o pagamento de custos e despesas relacionadas à Emissão.

16. A Acusação também frisou que esse problema tinha sido previamente identificado pela Planner, que notificou extrajudicialmente¹⁴ a EBPH. Consecutivamente, como informado pelo Agente Fiduciário, por meio do Ofício nº 189/2018/CVM/SRE/GER-3¹⁵, a EBPH, uma vez notificada, convocou tempestivamente uma AGD, informando que, em razão do desvio de finalidade dos recursos captados com as Debêntures EBPH e a possibilidade de vencimento antecipado, tinha interesse em reestruturar as debêntures e apresentar proposta nestes termos aos investidores.

Problema 2: alto custo com a Oferta, pois 10,61% (7,94% + 2,97%) do valor captado foi destinado ao pagamento de custos e despesas relacionadas à Emissão, praticamente dez vezes acima do que seria normalmente gasto com esse tipo de despesa em uma oferta pública de valores mobiliários.

17. Como referência, a Acusação anexou tabela com custos e despesas relacionados à emissão de debêntures ofertadas com esforços restritos que não ultrapassam o valor de 1,5%, incluindo, por exemplo, despesas com Assessor Legal, Banco Liquidante e Escriturador Mandatário, Agência de Rating, Estruturador, Agente Fiduciário, CETIP (Pré-Registro e Distribuição), Auditor, Coordenador Líder, despesas de viagem, registros em cartório, entre outros.

Problema 3: dos 83,33% destinados à aquisição de participação hoteleira, a EBPH investiu R\$ 1.100.000,00 na aquisição de debêntures da LSH Barra, que são títulos de crédito e não participação societária, desrespeitando o que havia sido estabelecido na Escritura de Emissão¹⁶.

Problema 4: diversas despesas foram irregularmente classificadas como “pagamento de custos e despesas relacionadas à Emissão”, isto é, custos diretos e indiretos de estruturação das debêntures.

18. A Acusação exemplificou com os pagamentos de R\$ 2.293.0000,00 a agente autônomo de

¹⁴ Doc. 0538173, anexo 21, idem.

¹⁵ Doc. 0534420, idem.

¹⁶ Informado pela Planner em resposta ao Ofício nº 189/2018/CVM/SRE/GER-3 (Doc. 0538170, fl. 5, idem).



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

investimento (“AAI”)¹⁷ e de R\$ 341.000,00 destinados a “serviços de auditoria e administração”, conforme informado pela própria EBPH¹⁸

Problema 5: dos R\$ 53.466.076,63 captados na oferta, 16,67% (7,94% + 2,97% + 5,67%) não foram destinados à aquisição de participações, que é o objeto social da EBPH e sua única fonte de receita, aumentando, assim, o risco de não conseguir pagar os juros e principal da dívida com as debêntures.

19. Além disso, a Acusação afirmou que, conforme o Relatório de Classificação de Risco de Crédito Preliminar (“Relatório de Rating”)¹⁹ e o Instrumento Particular de Alienação Fiduciária de Cotas do Fundo de Investimento em Participações LSH – FIP LSH²⁰, a EBPH já sabia, pelo menos desde 02.05.2016, antes do início da Oferta, que o destino do dinheiro captado seria a aquisição de cotas do FIP LSH, que tinha como único investimento o hotel LSH (“Hotel LSH” ou “Empreendimento”).

20. Segundo a Acusação, o FIP LSH e o LSH Barra já apresentavam, desde antes do início da Oferta, uma série de problemas conhecidos pela EBPH, que não se preocupou em reportar os mencionados fatos no material relativo à Oferta, seja esse o Relatório de Rating, a Escritura de Emissão ou outros.

21. Para a Acusação, isso estaria evidenciado pelo fato de que, em 30.09.2016, segundo informado pela administradora do Fundo FIP LSH, a EBPH, na pessoa de Manuel Lamas, foi alertada²¹ sobre a possibilidade de *impairment* nas cotas, em função da reavaliação do Empreendimento, o que poderia resultar em potenciais prejuízos quando elaborados os novos relatórios de avaliação imobiliária²². Ainda assim, a EBPH investiu no FIP LSH, subscrevendo as cotas em 05.10.2016 por R\$ 67.421,06 cada uma.

22. As comunicações também teriam provado, segundo a Acusação, que, mesmo ciente dos problemas estruturais que acometerem o Empreendimento, bem como de suposta inadimplência da LSH Barra e de problemas de governança relacionados ao projeto, a EBPH decidiu investir nas participações societárias que havia planejado, adquirindo cotas do FIP LSH.

¹⁷ Conforme o art. 13, inciso II, da ICVM nº 497, é vedado ao AAI receber de clientes, sendo sua única fonte pagadora a instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários que o tenha contratado. No entanto, segundo a Acusação, o AAI não apenas recebeu remuneração de outra entidade que não uma instituição integrante do sistema de distribuição, como não se encontrava cadastrado a nenhuma instituição, cf. consulta ao Sistema de Participantes de Mercado.

¹⁸ Doc. 0537477.

¹⁹ Doc. 0504729.

²⁰ Doc. 0538173, anexo 19.

²¹ Doc. 0538248, fl. 176.

²² A reavaliação do fundo alertada aconteceu e, segundo o informe trimestral do fundo de abr./2018 até jun./2018, o valor da cota caiu para R\$ 17.931,15, ou seja, 27% do valor original. Além da drástica redução do valor da garantia dada aos debenturistas da EBPH, sua única fonte de receita para pagar os juros e principal da dívida, a participação nos lucros do Hotel LSH, estava comprometida, pois, conforme o Memorando nº 36/2018-CVM/SRE/GER-3 (Doc. 0565496 do PA CVM nº 19957.004744/2018-60), a LSH Barra, dona do hotel, entrou em recuperação judicial.



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

23. A Acusação concluiu, então, pelo descumprimento, por parte da EBPH, do art. 10 da ICVM nº 476/2009²³, ao não oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes aos investidores. Além disso, destacou a necessidade de responsabilização dos sócios e do presidente da EBPH pela referida infração, consoante o disposto no § 1º do art. 10 da ICVM nº 476/2009.

24. Ademais, a Acusação também questionou o pagamento de R\$ 1.739.962,13 a uma empresa de consultoria com os recursos obtidos com a Oferta, como registrado na resposta da EBPH ao Ofício nº 158/CVM/SRE/GER-3, o que motivou o envio do Ofício nº 207/2018/CVM/SRE/GER-3²⁴ à EBPH, solicitando o envio dos contratos de prestação de serviços firmados com tal prestador e das evidências que corroborassem sua concretização, além das contas bancárias que receberam os pagamentos.

25. Em resposta²⁵, a EBPH forneceu o contrato²⁶ firmado com tal empresa para assessorar na estruturação da Emissão, sem, contudo, apresentar qualquer evidência referente à realização do serviço contratado. Para aprofundar as investigações referentes ao tema, a SIN realizou análises nas contas bancárias da empresa de consultoria recebedora do pagamento e identificou movimentações envolvendo valores recebidos da EBPH e valores pagos a Manuel Lamas, conforme ilustrado a seguir:

Data do lançamento	Valor	Débito (D) Crédito (C)	Titular
01/07/2016	46.905,59	C	EBPH
04/07/2016	18.000,00	D	Manuel Lamas
08/07/2016	9.339,00	C	EBPH
22/07/2016	8.000,00	D	Manuel Lamas
25/07/2016	9.374,08	C	EBPH
28/07/2016	3.000,00	D	Manuel Lamas
01/08/2016	18.769,35	C	EBPH
02/08/2016	8.000,00	D	Manuel Lamas
17/08/2016	6.500,00	D	Manuel Lamas
25/08/2016	25.000,00	D	Manuel Lamas
25/08/2016	17.276,84	C	EBPH
25/08/2016	46.925,00	C	EBPH
25/08/2016	18.763,29	C	EBPH
29/08/2016	9.000,00	D	Manuel Lamas
29/08/2016	9.385,00	C	EBPH
19/09/2016	8.000,00	D	Manuel Lamas
19/09/2016	41.737,64	C	EBPH
20/09/2016	516.175,00	C	EBPH
22/09/2016	210.000,00	D	Manuel Lamas
24/09/2016	16.800,00	D	Manuel Lamas
04/11/2016	15.000,00	D	Manuel Lamas
04/11/2016	29.623,10	C	EBPH
14/11/2016	17.920,00	D	Manuel Lamas

²³ Art. 10. O ofertante deverá oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores.

²⁴ Doc. 0538918 do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

²⁵ Doc. 0551560, idem.

²⁶ Doc. 0551567, idem.



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

18/11/2016	610.025,00	C	EBPH
21/11/2016	250.000,00	D	Manuel Lamas
28/11/2016	240.000,00	D	Manuel Lamas
22/12/2016	21.700,00	D	Manuel Lamas
26/12/2016	152.000,00	D	Manuel Lamas
29/12/2016	7.840,00	D	Manuel Lamas
09/01/2017	6.720,00	D	Manuel Lamas
31/05/2017	23.462,50	C	EBPH
30/06/2017	13.868,38	C	EBPH
04/08/2017	59.125,50	C	EBPH
13/09/2017	939,80	C	EBPH
25/09/2017	70.387,50	C	EBPH
07/11/2017	10.138,84	C	EBPH
15/01/2018	23.462,50	C	EBPH
07/02/2018	35.716,98	C	EBPH
19/02/2018	23.462,50	C	EBPH
Total	R\$ 1.634.863,39	C	EBPH
Total	R\$ 1.023.480,00	D	Manuel Lamas

26. A EBPH alegou²⁷ não ter qualquer conhecimento sobre eventuais pagamentos realizados pela empresa de consultoria a Manuel Lamas.

27. Em 13.11.2018, foi enviado o Ofício nº 406/2018/CVM/SRE/GER-3²⁸ para Manuel Lamas, questionando-o sobre os pagamentos recebidos. Em resposta²⁹ protocolada no dia 22.11.2018, o referido acusado esclareceu que os valores por ele recebidos referiam-se, em partes, à remuneração de dividendos mínimos mensais de R\$ 35.000,00, valor que lhe era devido em virtude de sua atuação como administrador de carteiras em sociedade pertencente ao mesmo grupo de tal empresa de consultoria. Informou também que os serviços anteriormente prestados lhe renderam o pagamento de bônus no valor de R\$ 300.000,00 e, quando de sua retirada da sociedade em que atuava, fez jus ao recebimento de R\$ 150.000,00 a título de remuneração de saída, valor equivalente à venda de sua participação na empresa.

28. A Acusação depreendeu, então, que a EBPH contratara uma empresa de consultoria que, segundo informou Manuel Lamas, tinha dívidas que deviam lhe ser pagas. Nesse contexto, a Acusação pontuou que, no mesmo período em que a Emissora realizou pagamentos à consultora na quantia de R\$ 1.634.863,39, essa transferiu R\$ 1.023.480,00 a Manuel Lamas, configurando um ciclo de transferências que, somado a falta de comprovação dos serviços prestados pela empresa à EBPH e ao conflito de interesse do então presidente da empresa pagadora, indicara finalidade de obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, lesando o patrimônio dos cotistas RPPS.

29. A Acusação propôs então a responsabilização de EBPH, Oswaldo Pano Filho, Alexandre

²⁷ Doc. 0651591, idem.

²⁸ Doc. 0633364, idem.

²⁹ Doc. 0639870, idem.



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

Rodrigues e Manuel Lamas, pela infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979³⁰, à luz de elementos que, em conjunto, evidenciaram operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários.

PLANNER

30. Considerando sua visão sobre os deveres a serem exercidos na função de agente fiduciário, conforme definidos pelo art. 11 da ICVM nº 583/2016, a SRE intimou a Planner, por meio do Ofício nº 189/2018/CVM/SRE/GER-3³¹, a detalhar e apresentar evidências de quais procedimentos foram adotados para verificar a veracidade das informações relativas às garantias e à consistência das informações contidas na Escritura de Emissão, além de informar quais diligências foram adotadas para sanar possíveis omissões, falhas ou defeitos.

31. Em resposta³², a Planner descreveu as medidas implementadas³³ quanto às informações relativas à Oferta, ressaltando, inclusive, a celebração de Instrumento Particular de Alienação Fiduciária de Cotas do Fundo de Investimento em Participações LSH – FIP LSH, devidamente registrado em Cartório de Títulos e Documentos³⁴.

³⁰ I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros; (...).

³¹ Doc. 0534420 do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

³² Doc. 0538170, idem.

³³ a) consulta do CNPJ da Emissora perante a Receita Federal; b) verificação de que a Emissora tinha registro na Junta Comercial do Estado de São Paulo (“Jucesp”), constituída e existente sob a forma de sociedade anônima; c) 1ª Alteração do Estatuto Social da EBPH, datado de 01.04.2016, registrado na Jucesp (Doc. 0538173, anexo 11, do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.); d) Ata de Assembleia (Reunião) do Conselho de Administração (“CA”) da EBPH de 01.04.2016, registrada na Jucesp, que aprovou a eleição dos membros da Diretoria (anexo 12.); e) AGE de 29.04.2016 (idem, anexo 13.), e re-ratificada por meio de AGE de 16.06.2016 (anexo 14.), registradas na Jucesp, que aprovou a 1ª emissão de debêntures da EBPH; f) constatação de que os diretores que assinaram os documentos da Emissão, Manuel Lamas e [J.L.C.L.], tinham poderes para tanto; g) AGE de 22.12.2016 (anexo 15), registrada na Jucesp, que aprovou a alteração da sede social da EBPH da cidade de São Paulo para a cidade do Rio de Janeiro; h) contrato de Contrato de Alienação Fiduciária de Ações de todas as ações representativas do capital social da EBPH, registrado em Cartório de Títulos e Documentos (anexo 16); i) averbação da alienação fiduciária das ações no livro de registro de ações da EBPH (anexo 17); j) Instrumento Particular de Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios, relativo aos recebíveis representativos de 90% por cento do fluxo de quaisquer dividendos e/ou lucros sobre o capital próprio ou qualquer outro tipo de participação nos lucros que a EBPH recebesse, registrado em Cartório de Títulos e Documentos (anexo 18); k) Instrumento Particular de Alienação Fiduciária de Cotas do Fundo de Investimento em Participações LSH – FIP LSH, registrado em Cartório de Títulos e Documentos (anexo 19); l) averbação da alienação fiduciária de cotas do FIP LSH perante o escriturador do fundo (anexo 20); m) notificação extrajudicial em 22.05.2018, solicitando esclarecimentos quanto à distribuição de resultados/amortização das quotas do FIP LSH (anexo 21); n) notificação extrajudicial de 11.06.2018, solicitando esclarecimentos quanto à constituição do Fundo Reserva, como previsto da Escritura de Emissão, vencendo o prazo de cura para tal constituição em 21.06.2018 (anexo 22).

³⁴ Idem, anexo 19.



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

32. A Acusação aduziu então que a Planner já conhecia as participações que seriam adquiridas pela EBPH desde o momento em que aceitou sua função de agente fiduciário. Entretanto, ao ver da Acusação, a Planner não cumpriu devidamente seu papel de verificar as informações relativas às garantias e à consistência das demais informações contidas na Escritura de Emissão e de diligenciar no sentido de que fossem sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tinha conhecimento, à luz dos problemas relacionados ao FIP LSH e à LSH Barra.

33. Adicionalmente, a Acusação argumentou que, em relação à garantia de alienação fiduciária das ações da EBPH, é possível observar que a Emissora era uma empresa em fase pré-operacional com capital social de apenas R\$ 100,00, de modo que a alienação fiduciária de suas ações não tinha qualquer valor naquele momento e não podia ser considerada um instrumento de recuperação de crédito, tendo chamado atenção para o fato de que essa situação não foi objeto de alerta aos futuros debenturistas.

34. A Acusação também aduz não ter encontrado qualquer menção à realização de avisos aos debenturistas com o intuito de destacar que todas as garantias estavam atreladas ao desempenho do próprio emissor ou das participações adquiridas, perdendo, assim, a função de segurança adicional por não exercer um papel independente frente a potenciais fracos resultados financeiros futuros e consequentemente não pagamento da dívida.

35. Por fim, a Acusação pontuou que, como é possível verificar no Relatório Anual de 2016 da Planner em relação à Oferta³⁵, nenhum dos problemas expostos anteriormente foi reportado, embora as irregularidades no destino dos recursos captados já ocorressem desde setembro de 2016.

36. Pelo exposto, a Acusação propôs a imputação de responsabilidade à Planner, por infração aos incisos I, II, V e VII do art. 11 da ICVM nº 583/2016³⁶.

ARGUS

37. Segundo o Relatório de Rating³⁷ elaborado pela Argus, a Oferta recebeu, em 02.05.2016,

³⁵ Doc. 0540220, *idem*.

³⁶ Art. 11. São deveres do agente fiduciário, sem prejuízo de outros deveres que sejam previstos em lei específica ou na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente: I – exercer suas atividades com boa fé, transparência e lealdade para com os titulares dos valores mobiliários; II – proteger os direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens; (...) V – verificar, no momento de aceitar a função, a veracidade das informações relativas às garantias e a consistência das demais informações contidas na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente, diligenciando no sentido de que sejam sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tenha conhecimento; (...) VII – acompanhar a prestação das informações periódicas pelo emissor e alertar os titulares dos valores mobiliários, no relatório anual de que trata o art. 15, sobre inconsistências ou omissões de que tenha conhecimento; (...).

³⁷ Doc. 0504729 do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.



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

classificação A, que conforme a respectiva escala de classificação, está inserida no grupo Nível Seguro, cuja variação de notas vai de AAA até BBB. Como descrito no documento, a nota A está atrelada a uma emissão com *“boas garantias primárias, secundárias e terciárias, com liquidez menor que às da faixa anterior e valor compatível com o valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. O risco de inadimplência é baixo.”*³⁸

38. Neste sentido, para a Acusação, considerando o estabelecido pelo art. 15 da ICVM nº 521/2012³⁹, a nota atribuída à Oferta não foi coerente com as regras estabelecidas pela Argus, visto que houve problemas em pelo menos seis dos sete macros fatores da sua metodologia, a saber:

- (i) Ambiente Operacional: condições econômicas desfavoráveis e perspectiva de maior concorrência, conforme alguns trechos do próprio Relatório de Rating: *“[d]e forma geral, o setor está sofrendo os efeitos da recessão econômica e da instabilidade política, que se traduzem em menor demanda corporativa, resultando em menores taxas de ocupação e de Receita”*⁴⁰;
- (ii) Análise do negócio: embora a proposta do Hotel LSH possa ter apelo comercial, o incremento verificado nos últimos anos na oferta de unidades hoteleiras elevará a concorrência deste setor, reduzindo uma possível vantagem competitiva, pressionando, por exemplo, o preço das diárias e ocupação, informação que é inclusive relatada no próprio Relatório de Rating;
- (iii) Qualidade dos ativos: segundo o próprio balanço patrimonial da EBPH anterior à emissão, ela não tinha qualquer ativo;
- (iv) Adequação de capital: por ter um capital social de R\$ 100,00, com a captação de recursos prevista na emissão das debêntures, R\$ 50.000.000, é possível observar o desequilíbrio entre o capital próprio e o de terceiros, com o capital de terceiros representando praticamente 100% do capital total da empresa;
- (v) Análise Financeira: por ser uma empresa em estágio inicial, não existe um histórico financeiro para avaliar, por exemplo, a capacidade de geração de caixa, o que traz ainda mais insegurança sobre a capacidade de pagamento da dívida; e
- (vi) Resultados: por ser uma empresa em estágio inicial, não existem resultados como lucros históricos, composição das despesas ou outros.

39. A Acusação aduziu que o Relatório de Rating não desenvolveu qualquer análise sobre a própria Emissora, direcionando seu trabalho exclusivamente para a futura aquisição das cotas do FIP LSH. Alegou também que, mesmo com a persistência de problemas que acabariam por afetar o valor da cota do FIP LSH, além de questões atinentes a governança e conflitos de interesse relacionados ao investimento, tais problemas não foram considerados pela Argus em sua análise, assim como também não foi conferida transparência em seu relatório. Considerou que, ao contrário, a Argus procurou

³⁸ Idem, fl. 2.

³⁹ Art. 15. Os relatórios de classificação de risco de crédito devem ser elaborados em estrita observância aos procedimentos e metodologias adotados pela agência.

⁴⁰ Doc. 0504729, fls. 6-7, do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.



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

enaltecer o Empreendimento do qual a EBPH pretendia adquirir participações⁴¹.

40. Foi então requerido à Argus, por meio do Ofício nº 218/2018/CVM/SRE/GER-3⁴², que explicasse as diligências que foram tomadas no escopo do serviço prestado. Em resposta⁴³, foi consignado que, em janeiro de 2016, a medição de obras já apontava conclusão de 79,14% e, com base em análise realizada em 18.05.2016, momento anterior à emissão do relatório definitivo, constatou-se a iminência do prazo. Além disso, a Argus ressaltou que o Empreendimento apenas seria finalizado no último trimestre de 2016, isto é, transcorrido o período de Olimpíadas e Paraolimpíadas, eventos para os quais o Comitê Olímpico Internacional já havia reservado elevada quantidade de unidades e até mesmo adiantado parcialmente o pagamento devido.

41. Quanto ao planejamento do Hotel LSH, pontuou que o Empreendimento seria operado pela cadeia internacional Trump Hotel Collection, fortemente associada ao segmento de alto luxo.

42. Já quanto às dívidas não pagas e protestadas pela LSH Barra, a Argus informou que:

“As dívidas protestadas e não pagas representavam percentual reduzido em relação ao investimento total e estavam concentradas nos fornecedores da obra, sendo passíveis de negociação, já que as obras teriam continuidade. Contudo, ainda que posterior ao período mencionado por esta CVM, em [março de 2017], o Grupo Trump notificou extrajudicialmente o Hotel solicitando a quantia equivalente a US\$ 32 milhões a títulos de perdas e danos, que foi reduzida para cerca de US\$ 300 mil, segundo informações da empresa, referentes a despesas incorridas com materiais personalizados.”

43. Em relação a isso, a Acusação se manifestou pela pertinência da consideração de passivos já protestados para a análise de um empreendimento da espécie. Também afirmou que, apesar de a citada notificação extrajudicial ter ocorrido após a produção do Relatório de Rating, o tema também não foi devidamente explorado na 1ª Revisão do Rating⁴⁴, de 11.09.2017.

44. A Acusação também alegou que, mesmo considerando a constrição do cronograma de obras e a finalização tardia do Empreendimento, a Argus utilizou como premissa para sua análise o relatório da Baker Tilly Brasil Gestão Empresarial Ltda. (“Baker Tilly”), empresa contratada para realizar avaliação

⁴¹ “Como o pagamento da operação está intrinsecamente ligado à distribuição de dividendos do [hotel LSH], é imprescindível qualificá-lo no âmbito da emissão. Trata-se de empreendimento diferenciado cujo perfil, voltado à classe AA, apresenta muito menor dependência da evolução da renda interna, aspecto reforçado ainda pela limitada concorrência existente, pois na cidade do Rio de Janeiro há apenas um hotel classificado na linha Luxury, localizado em outra área da cidade. Além disso, o risco de construção, por falhas ou incapacidade técnica, é bastante reduzido, tendo em vista o patamar de 80% atingido nas obras e onde o fato principal não é a construção e sim o acabamento.” (Doc. 0504737, fl. 8, idem).

⁴² Doc. 0542241, idem.

⁴³ Doc. 0547449, idem.

⁴⁴ Doc. 0504737, idem.



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

econômico-financeira do Empreendimento, que restou estabelecida em R\$ 257,4 milhões, conforme documento datado de 01.02.2016⁴⁵.

45. No Ofício nº 218/2018/CVM/SRE/GER-3, também foi solicitado que a Argus explicasse que tipo de análise crítica foi feita em maio de 2016 ou data anterior em relação à razoabilidade do fluxo projetado descontado do Hotel LSH calculado pela Baker Tilly, especialmente valor médio da diária, R\$ 2.370,00 para 2017 e taxa de ocupação média de 72% para o mesmo ano.

46. A Argus respondeu que, a partir da categoria de alto luxo atribuída ao Empreendimento, realizou *stress tests* complementares àqueles efetuados em maio de 2016, restando evidenciado por seus resultados a coerência para com a avaliação realizada pela Baker Tilly. Contudo, tendo em vista que o Grupo Trump veio a desistir do negócio em momento posterior, o que se procedeu foi a perda da central de reservas, já que, como de praxe, essa atividade é explorada pela cadeia que opera o projeto.

47. A Acusação comparou, então, as projeções da Baker Tilly para 2017 e os resultados apresentados pela LSH Barra⁴⁶, argumentando que, embora as projeções comportem certa margem de erro, não seria razoável superestimar o valor da diária e a taxa de ocupação em, respectivamente, cinco e três vezes⁴⁷:

Premissas para 2017	Projetado pela Baker Tilly	Realizado e informado pela LSH Barra
Diária média	R\$ 2.370,00	R\$ 500,00
Taxa de ocupação média	72%	25%

48. Para a Acusação, no que diz respeito à avaliação econômico-financeira da Baker Tilly, a Argus, no Relatório de Rating não demonstrou ou ressaltou qualquer preocupação com a razoabilidade e previsibilidade do fluxo de caixa futuro, pelo contrário, sustentou que “o perfil diferenciado do TRUMP torna-o menos afetado pela maior quantidade de quartos no mercado ou pela crise econômica”⁴⁸ e “[o] fluxo de caixa utilizado por [Argus] para o TRUMP foi baseado na avaliação econômico-financeira realizada pela [Baker Tilly], que é vista como excessivamente conservadora pelos controladores”⁴⁹.

49. A Acusação pontuou também haver certa contradição atinente às alegações da Argus, visto que, ao mesmo tempo em que afirmava acreditar que o cronograma da obra é apertado, informa que seu teste de *stress* se mostrava coerente com as premissas da Baker Tilly.

50. No âmbito da apuração, a Argus foi instada a se manifestar novamente por meio do Ofício nº

⁴⁵ Doc. 0535822, anexo “a”, *idem*.

⁴⁶ Doc. 0534597, *idem*.

⁴⁷ Item 87 do Termo de Acusação (Doc. 0649888).

⁴⁸ Folha 7 do Relatório de Rating (Doc. 0504729 do PA CVM nº 19957.004744/2018-60).

⁴⁹ *Idem*, fl. 8.



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

308/2018/CVM/SRE/GER-3⁵⁰, por meio do qual foi questionada sobre os critérios utilizados para atribuição da nota A e a falta de clareza acerca da composição da administração do Empreendimento.

51. A Argus prestou então seus esclarecimentos⁵¹, em 04.09.2018, consignando que, no momento de emissão do Relatório de Rating, o Empreendimento estava em etapa inicial, tendo, como tendência aguardada de seu desenvolvimento, a consequente valorização. Além disso, apresentava curva de pagamentos adequada ao perfil esperado no respectivo estágio de crescimento, de maneira que se pautar, no início da empreitada, em uma garantia real que poderia ser de 72% é apenas um componente a ser embutido na concepção de risco, à luz da expectativa de sucesso do negócio realizado.

52. Assim, a Argus não teria se furtado de apresentar a informação e destacou oportunamente a questão relativa à taxa de distribuição de dividendos a ser implementada, tendo sustentado que o que houve foi uma percepção inverossímil acerca dos riscos demonstrados, já que esses foram citados para ciência dos envolvidos e, subseqüentemente, amenização.

53. Além disso, a Argus ressaltou que, ressalvada as hipóteses de crise setorial ou macroeconômica, a prévia experiência no setor de atuação de uma companhia não configura pressuposto básico para o exercício de função de comando, bastando que se exija conhecimento de negócios e diligência na condução das atividades. Por este motivo, o Relatório de Rating não fez menção a inexperiência da administração, cabendo apontar que, uma vez verificada a crise no respectivo setor, a Argus buscou atender ao mencionado requisito, o que justificou o apontamento realizado durante a 2ª Revisão.

54. Em suma, informou que a atribuição de nota A à Oferta ocorreu porque a operação contava com estrutura de blindagem semelhante à de uma operação estruturada e, por se tratar de empresa de participações, os históricos operacionais estariam atrelados a resultados obtidos por participação em negócios diversos, aspecto que não seria útil à análise do novo empreendimento, exceto similar. Quanto à reformulação realizada no site, aduziu que:

“acrescentamos todas as outras metodologias, mas deixamos a metodologia para ratings de empresas no link onde se lê METODOLOGIA. As metodologias estão em um arquivo chamado OVERVIEW DA METODOLOGIA, em DOCUMENTOS LEGAIS, onde utilizamos os fatores de risco para Operações Estruturadas neste caso. Pedimos desculpas novamente e já ajustamos esse equívoco. Desta forma, esta resposta fica totalmente prejudicada.”

55. Em relação à resposta da Argus, a Acusação teceu certos apontamentos, pois, a seu ver, as informações fornecidas não mitigaram a incompatibilidade entre a conjuntura descrita no Relatório de

⁵⁰ Doc. 0584526 do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

⁵¹ Doc. 0593761, idem.



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

Rating e a nota concedida, já que, sendo a garantia real é de 72%, não seria possível permitir realização do valor do principal acrescido de juros. Também aduziu que amenizar os riscos de um empreendimento administrado por profissionais inexperientes na área mostrava-se arriscado para o caso concreto.

56. A Acusação questionou, ainda, os critérios que motivaram a atribuição de nota BBB nas Revisões de Rating realizadas, tendo em vista que o Empreendimento estava em contexto de crise, bem como a impossibilidade de uma empresa de participação figurar como uma operação estruturada e o não envio de registros internos suficientes para esclarecer os procedimentos empregados para fazer a classificação.

57. Adicionalmente, embora tenha sido alegado pela Argus que a metodologia aplicada à Oferta estaria descrita no documento “Overview Procedimentos Metodologia”⁵², que tratava de “Operações Estruturadas”, há, no mesmo documento e em linha com o art. 18 da ICVM nº 521/2012⁵³, a informação de que “[a]s notas para operações do tipo estruturadas (com ativos subjacentes) recebem a indicação “e” para designar este tipo de operação”. Verificava-se, na listagem de ratings e no Relatório Definitivo, que a nota atribuída à Oferta não apresentava tal marcador, denotando, para a Acusação, um erro na informação inicial ou uma tentativa de induzir a CVM a erro.

58. Ademais, a Acusação salientou que, à luz dos aspectos que caracterizam uma “Operação Estruturada” para efeitos dos fatores geradores de risco a serem considerados na avaliação, não se pode identificar a EBPH, tampouco o título por ela emitido, como enquadrados em tal descrição. Pontuou que não é praxe nesse mercado classificar como operações estruturadas emissões de debêntures e que a EBPH difere de uma Securitizadora, assim como de uma sociedade de propósito específico.

59. Segundo a Acusação, 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 estrutura jurídica do emissor, tampouco do valor mobiliário emitido, características que são primordiais na avaliação de risco de determinado título, sendo que no caso, tratava-se de um título corporativo.

60. Com base nessas informações, a Acusação concluiu que a Argus descumpriu o art. 15 da ICVM nº 521/2012, por não ter elaborado os relatórios de classificação de risco de crédito em observância aos procedimentos e metodologias adotados pela agência.

61. Em acréscimo, a Acusação alertou acerca do maior risco para os debenturistas, o que deve, sobretudo, a ausência de ativos pertencentes à EBPH que fizessem frente ao valor do projeto, ou mesmo uma empresa garantidora, configurando um perfil de financiamento em que a participação da Emissora

⁵² Doc. 0571056 do Processo CVM nº 19957.007322/2018-46.

⁵³ Art. 18. A agência de classificação de risco de crédito deve fazer a diferenciação, a partir do uso de símbolos, entre classificações emitidas para produtos financeiros estruturados e aquelas destinadas aos demais ativos financeiros.



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

é praticamente nula. No entanto, para a Acusação, a Argus teria promovido “indução a erro”, pois a mais evidente informação que alcança os investidores é a nota de crédito e essa levava à conclusão de que as Debêntures EBPH representavam um investimento com baixo risco de inadimplimento.

62. A Acusação ressaltou que, mesmo que não caiba à Argus ou à CVM entrar no mérito da decisão do investidor, a opinião da agência de *rating* sobre a qualidade do crédito do emissor ou seu risco de inadimplência, é o principal produto fornecido pela, conforme o art. 1º, II, da ICVM nº 521/2012⁵⁴.

63. Por essas razões, a Acusação propôs a imputação de responsabilidade à Argus por infração ao disposto no art. 10, inciso II, da ICVM nº 521/2012⁵⁵, considerando que o Relatório de Rating foi produzido com uma nota de crédito artificialmente otimista e desconectada dos parâmetros de mercado, da realidade da empresa e da própria metodologia da agência, induzindo os usuários do relatório a erro quanto à qualidade creditícia das Debêntures EBPH.

ORLA

64. Considerando os deveres a serem exercidos na função de intermediária líder, conforme definidos pelo art. 11 e pelo § 2º do art. 7º-A da ICVM nº 476/2009, a Superintendência de Fiscalização Externa da CVM (“SFI”), após solicitação de inspeção realizada pela SRE, realizou visita à Orla, com o intuito de verificar as obrigações da Intermediária Líder para ofertas adquiridas em sua maioria por fundos de investimento cujos cotistas eram RPPS ou EFPC, entre essas a Oferta das Debêntures EBPH.

65. Como resultado, foram gerados o Registro de Atividade de Fiscalização (“RAF”) e o Relatório de Inspeção (“REI”)⁵⁶. A partir desses documentos, a Acusação entendeu presentes evidências de que a Orla não atuou em conformidade com a ICVM nº 476/2009, à luz do acúmulo de funções por parte de seu responsável, que nem ao menos demonstrava ter conhecimento do processo de distribuição de ofertas, e a inconsistência das alegações de que a Orla não mais realizaria tal atividade desde 03.11.2017, haja vista que, após a referida data, ocorreu subscrição de Debêntures EBPH⁵⁷.

⁵⁴ Art. 1º Considera-se, para os efeitos desta Instrução: (...) II – classificação de risco de crédito: 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.

⁵⁵ 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.

⁵⁶ Doc. 0517463 do Processo CVM nº 19957.003811/2018-29 .

⁵⁷ Segundo a Acusação, tal afirmação não condiz com a realidade, tendo em vista que a Gerência de Registros-2 (GER-2) recebeu entre documentos relativos à uma oferta de contratos de investimento coletivos (Processo 19957.004496/2018-57), o Instrumento Particular de Coordenação de Colocação da Primeira Emissão de Contratos de Investimento Coletivo em Unidades do Empreendimento Imobiliário Alto Rio Preto Residencial, Para Distribuição Pública, da LGT HUB Participações S/A. (Doc. 0517987), datado de 28.02.2018, assinado pela Orla, na qualidade de Coordenadora Líder.



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

66. Em acréscimo, apontou que a Orla não logrou comprovar a realização de consulta ao SERASA acerca da condição dos sócios da Emissora, tampouco utilizou os documentos usualmente produzidos por intermediário líder para verificar as informações prestadas pela EBPH. Foi também questionada pela Acusação a ausência de dados sobre os potenciais investidores procurados para a Oferta e de procedimentos para identificação de eventuais conflitos de interesse, tendo em vista que a Orla atuou como administradora para três dos Fundos que subscreveram as Debêntures EBPH.

67. Para a Acusação, remanesceram controvérsias acerca do processo de oferecimento do investimento objeto da Oferta, visto que, não obstante tenha sido alegado pela Orla que esse se deu por meio de reuniões de apresentação, não há registro da elaboração de atas ou controles de presença.

68. Além disso, a Acusação aduziu que a Orla não cumpriu seu dever de assegurar que as informações prestadas pela EBPH fossem verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada, na medida em que já tinha conhecimento das participações que seriam adquiridas pela EBPH. Porém, a EBPH optou por não especificar, na Escritura de Emissão, tal destinação dos recursos e, assim, quais seriam efetivamente as garantias reais oferecidas.

69. Com base nessas informações, a Acusação propôs a responsabilização da Orla e de sua diretora responsável Lúcia Pinto, por infração ao disposto no art. 11, inciso I, da ICVM nº 476/2009, considerada como infração grave, consoante o disposto no inciso III do artigo 18 da mesma Instrução.

70. Além disso, a Orla era a administradora fiduciária dos fundos Terra Nova IMA-B, MZL IMA-B e Golden Gate, cuja gestão era exercida, respectivamente, pela Terra Nova, TMJ Gestão e Bridge Gestora, no âmbito da Oferta. Em 04.06.2018, a Orla foi intimada⁵⁸ a fornecer informações a respeito das diligências adotadas no caso, e encaminhou resposta⁵⁹ consignando que analisou as políticas de gerenciamento de risco apresentadas pelas gestoras, atestando que essas estavam em conformidade com os limites de exposição ao risco estabelecidos nos regulamentos dos referidos fundos, e solicitou aos gestores os esclarecimentos pertinentes para aprovação de aquisição do referido crédito privado, restando demonstrado que o ativo apresenta risco compatível com o perfil de cada fundo.

71. Após a análise de documentos enviados pela Orla, a Acusação concluiu pela utilização de informações insuficientes na análise dos gestores, que nem mesmo teriam se prontificado a verificá-las, e pela aceitação, por parte da administradora, dos referidos dados, reputando-os como bons e suficientes, fato que, ao ver da Acusação, atestaria, de forma clara, sua negligência no trato das diligências pelo gestor. Deste modo, a Acusação alegou que, na condição de administradora fiduciária, a Orla não

⁵⁸ Doc. 0528584, *idem*.

⁵⁹ Doc. 0533427, *idem*.



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

atendeu ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, por não ter fiscalizado efetivamente os gestores.

GESTORES DOS FUNDO DE INVESTIMENTO

72. Conforme anteriormente exposto, as Debêntures EBPH foram subscritas, no mercado primário, pelos fundos de investimentos investidos por cotistas RPPS (em conjunto, “Fundos”), a saber:

Fundo	Debêntures	Valor (R\$)	Data das operações
ILLUMINATI FIDC	1.369	R\$ 13.980.027,97	27/06/2016 06/07/2016 22/07/2016 01/11/2016
TMJ IMA-B FI RF	779	R\$ 8.584.602,62	29/06/2016 20/06/2017 01/11/2017 03/11/2017 01/02/2018
FIM SCULPTOR CP	1.052	R\$ 11.028.158,89	29/07/2016 23/08/2016 01/11/2016 01/11/2017
PLANNER Corretora, Representante legal do investidor não residente BRAZILIAN MULTIMARKET INVESTMENTS LLC	357	R\$ 3.681.798,44	24/08/2016
TOWER BRIDGE RF FI IMA-B 5	370	R\$ 3.858.125,05	15/09/2016
TOWER BRIDGE II RF FI IMA-B 5	483	R\$ 5.036.417,30	15/09/2016
TERRA NOVA FI RF INSTITUCIONAL IMA-B	28	R\$ 292.609,80	20/09/2016
MZL IMA-B FI RF	40	R\$ 494.317,88	30/10/2017 31/10/2017
GOLDEN GATE BRIDGE FIDC – MULTISSETORIAL	514	R\$ 6.510.018,68	02/02/2018
Total:	4.992	R\$ 53.466.076,63	27/06/2016 – 02/02/2018

73. A Acusação apontou os seguintes administradores e gestores dos Fundos:

Fundo	Administrador	Gestor
ILLUMINATI FIDC	INTRADER Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. e Planner Corretora	FMD Gestão De Recursos Ltda.
TMJ IMA-B FI RF	Bridge Administradora de Recursos Ltda.	LMX Gestão De Recursos Ltda. (apenas em 29/06/2016), antigo nome da TMJ CAPITAL Gestão de Recursos Ltda.
FIM SCULPTOR CP	GRADUAL CCTVM S/A	FMD Gestão
TOWER BRIDGE RF FI IMA-B 5	Bridge Administradora	Bridge Administradora
TOWER BRIDGE II RF FI IMA-B 5	Bridge Administradora	Bridge Administradora
TERRA NOVA FI RF INSTITUCIONAL IMA-B	Orla	TERRA NOVA Gestão e Administração De Negócios Ltda.
MZL IMA-B FI RF	Orla	TMJ Gestão
GOLDEN GATE BRIDGE FIDC - MULTISSETORIAL	Orla	Bridge Gestora de Recursos Ltda.

74. Segundo a Acusação, foi evidenciado, ainda, que os fundos Tower Bridge, Tower Bridge II e TMJ IMA-B foram também compradores da 4ª emissão de Debêntures da LSH Barra. Além disso, a



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

BRB DTVM⁶⁰ identificou que, do total de R\$ 39,7 milhões arrecadados com as subscrições desses fundos, R\$ 29 milhões foram destinados à compra de cotas do FIP LSH e que não pôde ser mapeada a alocação dos R\$ 10 milhões restantes, pois o relatório anual da Planner não forneceu tal demonstrativo da utilização dos recursos.

75. Para a Acusação, a infração cometida neste caso pode ser explicada a partir de duas vertentes: (a) a falta de diligência dos Gestores dos Fundos na aquisição das Debêntures EBPH; e (b) a falta de lealdade dos Gestores dos Fundos em participação em AGDs.

a. Alegada falta de diligência dos Gestores dos Fundos na aquisição das Debêntures EBPH

76. A Acusação destacou, inicialmente, que parte dos Fundos também subscreveu ativos em outras ofertas com características similares à Oferta da EBPH e sob investigação da CVM, o que reforçaria, nesses casos, a existência de um *modus operandi* em que os recursos dos RPPS eram repetidamente utilizados a fim de obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes ou para terceiros.

77. A Acusação apontou haver importante incoerência na decisão de investimento dos Gestores, já que, considerado o baixo patrimônio líquido apresentado pela EBPH e sua destinação prioritária à aquisição de cotas do FIP LSH, que tinha como único ativo o Hotel LSH, os resultados da operação estariam primordialmente atrelados à performance das mencionadas cotas, fato que ensejou a amplificação de riscos do Empreendimento, os quais, inclusive, se concretizaram, pois a EBPH utilizou praticamente 20% dos recursos captados com a Emissão para outras finalidades que não a aquisição de participações, infringindo as regras da Escritura de Emissão e aumentando o risco de crédito da operação.

78. Ressaltou que o Hotel LSH recebeu dinheiro de investidores RPPS por três caminhos distintos: (i) a aquisição de cotas do FIP LSH pela EBPH; (ii) a aquisição de cotas do FIP LSH pelos Fundos; e (iii) pela subscrição de fundos com cotistas RPPS em oferta pública da LSH Barra.

79. Ademais, a Acusação aduziu que a falta de diligência dos Gestores teria se repetido na avaliação dos ativos que seriam investidos pela EBPH, visto que o Hotel LSH estava com obras atrasadas, títulos de crédito protestados e um fluxo de caixa futuro baseado em valores superestimados; e o FIP LSH, que estava sem capacidade financeira para pagar seus prestadores de serviço, apresentava sérios problemas de governança gerados por um comitê de investimentos conflitado e valor superavaliado das suas cotas.

80. A Acusação apontou, ainda, para inobservância de orientações do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 6/2014⁶¹, cujo item 23 estabelece que a análise do nível de risco das operações deve ser baseada em

⁶⁰ Doc. 0538248, fls. 16 e 17, do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

⁶¹ 23. A análise do nível de risco das operações deve ser baseada em critérios consistentes e verificáveis e amparada por



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

critérios consistentes e verificáveis, e amparada por informações internas e externas dos Gestores.

81. Dessa forma, em relação à EBPH, nota-se que, por se tratar de uma empresa pré-operacional, seis, dentre os nove critérios listados no inciso I do item 23⁶², mostram-se ausentes ou inconclusivos para realização de uma avaliação mínima do devedor e, conseqüentemente, ponderação de seus riscos na decisão de investimento. Já no que tange à operação, frente aos cinco critérios elencados, todos se mostrariam ineficientes para procedência da análise, o que se deve, sobretudo, a falta de histórico operacional da EBPH e os riscos e incertezas associados à implementação do seu plano de negócios.

82. Por fim, a Acusação aduziu que a falta de diligência dos Gestores na aquisição das Debêntures, em descumprimento ao inciso I do art. 92 da ICVM nº 555/2014⁶³, foi agravada pelos já mencionados problemas nas garantias, pois todas estão diretamente ligadas ao sucesso do Empreendimento hoteleiro sobre o qual a EBPH não tinha controle, à luz de sua participação minoritária no FIP LSH.

b. A alegada falta de lealdade dos Gestores na participação em AGDs

83. A Acusação apontou que, em resposta ao Ofício nº 189/2018/CVM/SRE/GER-3⁶⁴, referente às atribuições do agente fiduciário, a Planner informou⁶⁵ que pediu esclarecimentos à EPBH acerca de suposta utilização dos recursos captados com a Oferta de modo diverso do previsto na Escritura de Emissão e que foi surpreendida pela Emissora, no dia 12.06.2018, com a convocação de AGD a ser realizada em 13.06.2018, cuja matéria da ordem do dia incluía:

informações internas e externas da gestora. Ela deve contemplar, pelo menos, os seguintes aspectos: I - em relação ao devedor e, quando aplicável, seus garantidores: a) situação econômico-financeira (quadro atual e perspectivas/projeções); b) grau de endividamento; c) capacidade de geração de resultados; d) fluxo de caixa; e) administração e qualidade de controles; f) pontualidade e atrasos nos pagamentos; g) contingências; h) setor de atividade econômica; i) limite de crédito; II - em relação à operação: a) natureza e finalidade da transação; b) conforme aplicável, na medida em que a garantia seja relevante para a decisão com relação ao risco de crédito, análise das características das garantias, visando a sua exequibilidade, inclusive com relação à observância dos requisitos formais para sua constituição e às avaliações cabíveis com relação à sua suficiência e à liquidez dos ativos em caso de execução; c) valor; d) prazo; e) análise de variáveis como *yield*, taxa de juros, *duration*, convexidade, volatilidade, entre outras que possam ser consideradas relevantes; f) montante global, vencimentos e atrasos, no caso de aquisição de parcelas de operação.

⁶² 23. A análise do nível de risco das operações deve ser baseada em critérios consistentes e verificáveis e amparada por informações internas e externas da gestora. Ela deve contemplar, pelo menos, os seguintes aspectos: I - em relação ao devedor e, quando aplicável, seus garantidores: a) situação econômico-financeira (quadro atual e perspectivas/projeções); b) grau de endividamento; c) capacidade de geração de resultados; d) fluxo de caixa; e) administração e qualidade de controles; f) pontualidade e atrasos nos pagamentos; g) contingências; h) setor de atividade econômica; e i) limite de crédito.

⁶³ 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;

⁶⁴ Doc. 0534420 do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

⁶⁵ Doc. 0538170, idem.



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

“(2) Deliberar sobre a concessão de waiver, pelos debenturistas à Companhia, com relação ao integral cumprimento da destinação de recursos provenientes da integralização das debêntures, e, conseqüentemente, aprovar a (i) nova redação à Cláusula III.7 da Escritura de Emissão; e (ii) não declaração do vencimento das obrigações decorrentes da Escritura de Emissão.”

84. A Planner informou que compareceu à AGD e que, na ocasião, a Emissora confirmou a utilização de recursos de modo diverso do previsto na Escritura de Emissão, o que, por implicar no vencimento antecipado das Debêntures EBPH, justificava o interesse da Emissora em reestruturar a Oferta e apresentar proposta nesse sentido aos investidores. Acrescentou que os investidores optaram por não deliberar sobre a referida matéria, fato que levou a EBPH a se comprometer a encaminhar, até o dia 18.06.2018, proposta de quitação antecipada das Debêntures EBPH ou de reestruturação, bem como apresentar todas as informações detalhadas a respeito da destinação de recursos.

85. Para a Acusação, a partir de tal resposta, foi possível verificar que o agente fiduciário e a própria EBPH reconheceram as irregularidades quanto à destinação dos recursos captados na Oferta, o que implicava em vencimento antecipado das Debêntures EBPH.

86. Em 25.06.2018, foi encaminhado o Ofício nº 219/2018/CVM/SRE/GER-3⁶⁶, solicitando novas informações à Planner a respeito da proposta de quitação antecipada das debêntures ou de sua reestruturação, sendo que, em resposta datada de 29.06.2018⁶⁷, foi dito que a EBPH encaminhou tal proposta no dia 18.06.2018 e o documento foi devidamente enviado aos debenturistas. A Emissora então convocou AGD para o dia 28.06.2018, na qual os investidores manifestaram-se no sentido de suspender a AGD, retomando os trabalhos no dia 13.07.2018⁶⁸, para que pudessem realizar a avaliação dos ativos que integram a proposta apresentada pela Emissora.

87. Em 11.12.2018, foram solicitadas atualizações a respeito das AGDs. Na mesma data, a Planner encaminhou resposta via email⁶⁹, informando que a AGD de 13.07.2018 foi suspensa até 27.07.2018⁷⁰, quando ocorreu deliberação favorável à reestruturação, rejeitada a quitação antecipada e aprovado:

“(i) Concessão de waiver à Emissora em relação ao integral cumprimento da destinação de recursos provenientes da integralização das debêntures em comento, aprovando a utilização dos recursos conforme empregado até a presente data, inclusive, sem limitação, aprovando a aquisição pela Companhia das Debêntures emitidas pela [LSH Barra (5ª Emissão de Debêntures da LSH Barra)]; (ii) Concessão de waiver quanto a não constituição do Fundo Reserva e, conseqüentemente, não aprovar a declaração de vencimento antecipado; (iii) Outorga de novas garantias.”

⁶⁶ Doc. 0543903, idem.

⁶⁷ Doc. 0549535, idem.

⁶⁸ Doc. 0651560, idem.

⁶⁹ Doc. 0651554, idem.

⁷⁰ Doc. 0651561, idem.



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

88. Segundo a Acusação, ao se deparar com as inconsistências atinentes à operação, os Gestores, embora pudessem decidir pelo vencimento antecipado das Debêntures EBPH, não o fizeram, optando, ao contrário, por adiar a primeira tomada de decisão e se manifestar, por fim, pela concessão de *waiver*.

89. Para a Acusação, esse tipo de comportamento pautado na falta de diligência já foi identificado em outras ofertas sob investigação, não se tratando, portanto, de um fato isolado, mas de um comportamento recorrente em ofertas realizadas com ofertas de esforços restritos, tendo sempre cotistas de fundos de RPPS como prejudicados. No entender da Acusação, tais fatos reforçariam o entendimento de que os Gestores teriam descumprido o art. 92, inciso I, da ICVM nº 555/2014, uma vez que não buscaram as melhores condições para os cotistas dos Fundos, faltando com seu dever de diligência.

90. A Acusação propôs então a imputação de responsabilidade aos responsáveis pelos Fundos subscritores da Oferta, por infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, por entender que os elementos apresentados referentes à falta de diligência dos Gestores na aquisição das Debêntures EBPH e na votação nas AGDs demonstram não apenas uma falta de lealdade com os referidos cotistas, mas também fortes indícios da formação de um conluio com EBPH, Oswaldo Pano Filho, Alexandre Rodrigues e Manuel Lamas, que realizaram operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários.

91. Passo ao relato da seção do TA destinada a analisar individualmente a conduta dos Gestores.

FMD GESTÃO

92. A SRE requereu da FMD Gestão, gestora dos fundos Illuminati FIDC e FIM SCULPTOR, por meio do Ofício nº 163/2018/CVM/SRE/GER-3⁷¹ e do Ofício nº 165/2018/CVM/SRE/GER-3⁷², que descrevesse as diligências adotadas para aquisição de Debêntures EBPH para os fundos geridos. Em resposta encaminhada em 07.06.2018⁷³, a FMD Gestão informou que, no tocante à avaliação da operação, reconheceu a solidez do investimento a longo prazo e, por esse motivo, emitiu parecer de crédito positivo para a aquisição de Debêntures EBPH.

93. Quanto às ações adotadas, esclareceu que seu comitê de crédito avaliou e aprovou todos os documentos referentes à operação, além de ressaltar que a Oferta contava com garantias reais, agente fiduciário e nota de classificação A, bem como que sua equipe realiza acompanhamento regular dos compromissos assumidos pelo emissor no ato da distribuição e ao longo da existência do crédito.

94. Por fim, ressaltou que, a fim de assegurar a qualidade dos ativos de crédito nas carteiras,

⁷¹ Doc. 0528566 do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

⁷² Doc. 0528568, *idem*.

⁷³ Doc. 0532905, *idem*.



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

promoveu a contratação de perito para elaboração de laudo anual de avaliação e investiu quantia superior a R\$ 1 milhão para impedir que notícias relacionadas a um sócio do FIP detentor de cotas do Hotel LSH, mas sem relação direta com o Empreendimento, prejudicassem a viabilidade do negócio.

95. Segundo a Acusação, pela resposta, foi possível perceber que a FMD Gestão baseou sua avaliação no trabalho de terceiros, como do agente fiduciário, sem comprovar diligência na análise ao adquirir Debêntures da EBPH e não considerando todos os problemas existentes.

96. Além disso, a Acusação afirmou que a ANBIMA, em sua atividade de supervisão dos associados, também identificou uma série de irregularidades similares às investigadas neste âmbito no que se refere à FMD Gestão enquanto gestora de fundos de investimento. Como penalidade, a ANBIMA revogou o respectivo termo de adesão ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento⁷⁴, banindo a gestora da associação, em razão da detecção dos seguintes descumprimentos:

- (i) artigo 6º, inciso ii c/c os itens 2(a) e 2(b) da deliberação nº 74/2016 do conselho de fundos, uma vez que a instituição não evidenciou diligência no processo de transferência de fundo de investimento de renda fixa para sua gestão, por não tratar de forma tempestiva e suficiente o desenquadramento da carteira do fundo, conforme exige a deliberação nº 74/2016;
- (ii) artigo 28, §3º, inciso i, que estabelece como responsabilidade da gestora do fundo as decisões de investimento e desinvestimento, segundo a política de investimento estabelecida nos documentos de cada fundo, uma vez que houve omissão na análise de investimento, o que acarretou desenquadramentos na carteira de fundo de investimento sob gestão;
- (iii) artigo 29, inciso vi e artigo 6º, inciso ii c/c o artigo 29, incisos i e iv, uma vez que a instituição adquiriu créditos privados de empresas sem demonstrações financeiras auditadas por auditor independente autorizado pela CVM e não demonstrou diligência na análise ao adquiri-los e no monitoramento dos ativos de crédito privado integrantes da carteira de fundo sob gestão;
- (iv) art. 6º, inciso iii, ausência de controles suficientes para mitigar conflitos de interesses ao realizar investimentos em ativos de crédito privado de empresas ligadas ao consultor dos cotistas; e
- (v) art. 33, §2º, por falta de independência entre as áreas de gestão de recursos e de controle e monitoramento de riscos.

97. Por essas razões, a Acusação entendeu que a FMD Gestão não foi diligente na aquisição das Debêntures EBPH, o que chamou ainda mais sua atenção, considerando a atuação passiva nas AGDs e o fato de que também foi acusada por falta de diligência na aquisição de ativos de outra oferta.

TMJ GESTÃO

98. A SRE requereu da TMJ Gestão, gestora dos fundos TMJ IMA-B e MZL IMA-B, por meio do Ofício nº 169/2018/CVM/SRE/GER-3⁷⁵, que descrevesse as diligências adotadas para aquisição de

⁷⁴ Doc. 0535085 do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

⁷⁵ Doc. 0528574, idem.



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

Debêntures EBPH para os fundos geridos. Em 07.06.2018, a TMJ Gestão respondeu⁷⁶ que implementou análises econômico-financeiras de todos os elementos atinentes à Oferta, tal como demonstrado em seus documentos⁷⁷, além de realizar procedimento “KYC” (*know your client*) para averiguar qualquer tipo de irregularidade que maculasse o Empreendimento.

99. A Acusação rechaçou tais argumentos, por entender que, em razão do padrão de conduta esperado por um ocupante do cargo, verificações adicionais e menos relevantes não seriam suficientes para compensar o altíssimo risco intrínseco à operação. Alegou também que a gestora não comprovou diligência em sua análise ao adquirir as Debêntures EBPH, não considerando todos os problemas existentes, além de ter adquirido ativos na oferta da LSH Barra, pela qual está sendo investigada por falta de diligência, deliberando investir no Empreendimento por duas vias, EBPH e LSH Barra.

100. Por essas razões, a Acusação argumentou que a TMJ Gestão não foi diligente na aquisição dos ativos, o que chamou ainda mais sua atenção considerando a atuação passiva dos gestores nas AGDs e o fato de que também foi acusada por falta de diligência na aquisição de ativos de outras ofertas.

BRIDGE ADMINISTRADORA

101. A SRE requereu da Bridge Administradora, gestora dos fundos Tower Bridge e Tower Bridge II, por meio do Ofício nº 166/2018/CVM/SRE/GER-3⁷⁸, que descrevesse as diligências adotadas para aquisição de Debêntures EBPH para os fundos geridos. Em 11.07.2018, a Bridge Administradora respondeu⁷⁹ que solicitou parecer da área de gestão com o racional do investimento em questão, tendo requerido e analisado toda a documentação que lhe foi enviada. Apontou que a área de administração fiduciária também teria verificado a adequação dos instrumentos e das garantias que consubstanciavam a operação, bem como da política de investimento e limites do enquadramento dos fundos investidores.

102. Em resposta⁸⁰ ao Ofício nº 414/2018/CVM/SRE/GER-3⁸¹, Alberto Rocha, diretor responsável pela Bridge Administradora, informou não ser o responsável pela gestão de recursos, o que, segundo a Acusação, não teria procedência, tendo em vista que, no período das aquisições de Debêntures EBPH pelos fundos geridos pela Bridge Administradora, figurou como o diretor cadastrado na CVM⁸².

103. Ainda segundo a Acusação, a Bridge Administradora, mesmo sabendo que a destinação dos

⁷⁶ Doc. 0533399, *idem*.

⁷⁷ Doc. 0533403, *idem*.

⁷⁸ Doc. 0528569, *idem*.

⁷⁹ Doc. 0556484, *idem*.

⁸⁰ Doc. 0651600, *idem*.

⁸¹ Doc. 0639241, *idem*.

⁸² Doc. 0655586, *idem*.



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

recursos obtidos pela EBPH seria o Empreendimento, por meio do FIP LSH⁸³, aplicou análise sobre a Emissora que não foi repetida em relação ao FIP LSH e ao Empreendimento⁸⁴.

104. Além disso, pontuou que a Bridge Administradora também é investigada por falta de diligência na aquisição de ativos na oferta da LSH Barra, tendo investido no Hotel LSH por duas vias: a EBPH e a LSH Barra. Para a Acusação, a Bridge Administradora já conhecia a situação do Empreendimento, antes de sua aquisição de Debêntures EBPH, mas persistiu no investimento mesmo assim.

105. Para a Acusação, a Bridge Administradora não foi diligente na aquisição de Debêntures EBPH, o que chamou ainda mais sua atenção, tendo em vista a atuação passiva dos gestores nas AGDs e o fato de que está sendo investigada por falta de diligência na aquisição de ativos de outras ofertas.

TERRA NOVA

106. A SRE requereu da Terra Nova, gestora do fundo Terra Nova IMA-B, por meio do Ofício nº 167/2018/CVM/SRE/GER-3⁸⁵, que descrevesse as diligências adotadas para aquisição de Debêntures EBPH para o fundo gerido. Em 07.06.2018, a Terra Nova Gestão informou⁸⁶ que, anteriormente à aquisição das Debêntures EBPH, seu Comitê de Crédito realizou, em 20.09.2016, reunião para alinhar as decisões acerca do investimento e que, nesta ocasião, o voto favorável a realização do investimento pautou-se no Relatório de Rating elaborado, que atribuiu nota A à Oferta.

107. Para a Acusação, ao pautar-se no Relatório de Rating para avaliar a realização do investimento, a gestora foi de encontro aos procedimentos indicados ao mercado, pela CVM, como melhores práticas por meio do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 6/2014, mais especificamente de seu item 17⁸⁷.

108. A Acusação apontou que, conforme cadastro da CVM⁸⁸, o diretor responsável no período das aquisições de Debêntures EBPH pelo fundo gerido foi José Vieira, que, em resposta ao Ofício nº 415/2018/CVM/SRE/GER-3⁸⁹, alegou⁹⁰ não ter feito parte do comitê que decidiu sobre a Oferta. Em que pese a referida alegação, a Acusação salientou que (i) a aquisição de Debêntures EBPH se deu no período em que ele ainda ocupava o cargo, pois sua substituição se deu apenas em dezembro de 2016, e

⁸³ Doc. 0556485, anexo 3.1, idem.

⁸⁴ Idem, anexo 2.6.

⁸⁵ Doc. 0528571 do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

⁸⁶ Doc. 0535124, idem.

⁸⁷ 17. A mera verificação da existência de classificação de risco (rating) feita por agência especializada não supre o dever de diligência do gestor com relação à análise dos ativos de crédito e, assim, a decisão de investimento não pode ser baseada exclusivamente no rating. Além disso, deve-se garantir que os modelos internos de classificação de risco não atribuam ponderação predominante para os ratings de agências.

⁸⁸ Doc. 0655588 do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

⁸⁹ Doc. 0639263, idem.

⁹⁰ Doc. 0649127, idem.



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

(ii) o documento encaminhado pela Terra Nova citou seu nome entre os participantes do comitê⁹¹.

109. Por essas razões, a Acusação entendeu que a Terra Nova Gestão não foi diligente na aquisição das Debêntures EBPH, o que chamou ainda mais sua atenção levando-se em conta a atuação passiva dos gestores nas AGDs.

BRIDGE GESTORA

110. A SRE requereu da Bridge Gestora, gestora do fundo Golden Gate, por meio do Ofício nº 175/2018/CVM/SRE/GER-3⁹², que descrevesse as diligências adotadas para aquisição de Debêntures EBPH para o fundo gerido. Em 07.06.2018, a Bridge Gestora respondeu⁹³ que tal fundo já detinha tal ativo em carteira, razão pela qual a área de gestão monitorava tal investimento. Apontou, portanto, que o que ocorreu foi um aumento da posição no mesmo ativo, apenas com alocação em fundo diverso.

111. Além disso, aduziu que a decisão foi tomada com base em parecer de análise de crédito elaborado durante o acompanhamento, o que atestaria a adequação da operação à política de investimento e aos limites de enquadramento do fundo.

112. A Acusação, por sua vez, entendeu que a Bridge Gestora, assim como a Bridge Administradora, mesmo sabendo que a destinação dos recursos obtidos pela EBPH seria o Empreendimento LSH Hotel por meio do FIP LSH, aplicou, sobre a Emissora, modalidade de análise que não se repetiu no tocante ao FIP e o Empreendimento, fato que consubstanciaria o entendimento de que a gestora não foi diligente na aquisição de ativos, ainda mais por considerar a atuação passiva dos gestores nas AGDs.

ADMINISTRADORES FIDUCIÁRIOS DOS FUNDOS

113. Consoante ressaltou a Acusação, a atividade de administração de fundos de investimento demanda que, uma vez que se opte por terceirizar a gestão, tal serviço seja delegado pelo administrador a alguém que, em sua avaliação, conte com rotinas e procedimentos de gestão e controle compatíveis com o investimento a ser gerido. Uma vez feita tal escolha, cabe ao administrador implementar procedimentos de controle e fiscalização sobre o terceiro contratado.

114. Destacou, ainda, que não há a obrigatoriedade de tal contratação, podendo o administrador exercer a função de gestor diretamente. No entanto, uma vez decidida pela terceirização dessa parte das atividades atinentes à condução do fundo, o administrador deve garantir que o contratado tenha condições para desempenhar tal função de forma diligente e profissional.

⁹¹ Doc. 0535129, idem.

⁹² Doc. 0529187, idem.

⁹³ Doc. 0630914, idem.



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

115. Neste caso, para a Acusação, os Gestores faltaram com a diligência necessária quando da aquisição de Debêntures EBPH para as carteiras dos Fundos que geriam. Nesse sentido, também argumenta que os Administradores dos Fundos não fiscalizaram adequadamente a atuação dos respectivos Gestores na aquisição de Debêntures EBPH, tendo em vista que lhes caberia deter sistemas e rotinas que gerassem sinais de alerta quando da aquisição do ativo e adotassem procedimentos adequados para verificar possíveis inconsistências na operação e em suas garantias, fato que teria possibilitado a verificação dos flagrantes problemas nas Debêntures EBPH e indagações dos Gestores. No entender da Acusação, não parece possível que uma atuação adequada por parte dos Administradores, na fiscalização dos Gestores, permitisse a captação de recursos de cotistas para aquisição de debêntures que apresentavam inconsistências e garantias inadequadas.

116. A Acusação propôs então a imputação de responsabilidade aos Administradores dos Fundos subscritores da Oferta, por infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014⁹⁴.

117. Passo ao relato da análise individual de cada administrador feita no Termo de Acusação.

INTRADER

118. A Acusação apontou que a Intrader era a administradora do Illuminati FIDC, cuja gestão era exercida pela FMD Gestão durante parte do período em que ocorreram as aquisições de Debêntures EBPH pelo fundo. Quando intimada⁹⁵, em 04.06.2018, a fornecer informações a respeito das diligências adotadas no caso, encaminhou resposta⁹⁶ consignando que seu procedimento de fiscalização do gerenciamento de risco é baseado na verificação da carteira de valores mobiliários do fundo a fim de garantir que o patrimônio líquido seja preferencialmente alocado em direitos de crédito.

119. Após a análise de tais documentos, a Acusação concluiu pelo (i) desrespeito ao limite estabelecido no regulamento do Illuminati FIDC para concentração em debêntures do mesmo emissor maior que 8% do total de sua carteira; (ii) pela ausência de demonstração acerca de sua atuação perante a FMD Gestão, quanto às questões relacionadas à política de gestão de risco da gestora; (iii) pela recomendação do investimento após constatação de problemas nas perspectivas futuras do investimento; e (iv) infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, ao não fiscalizar efetivamente a gestora contratada.

PLANNER CORRETORA

120. A Acusação apontou que a Planner Corretora era a administradora do Illuminati FIDC durante

⁹⁴ Art. 90. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: (...) X – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo. (...)

⁹⁵ Doc. 0528581 do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

⁹⁶ Doc. 0535136, idem.



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

parte do período em que ocorreram as aquisições de Debêntures EBPH pelo fundo, cuja gestão era exercida pela FMD Gestão. Em 26.10.2018, foi intimada⁹⁷ a fornecer informações a respeito das diligências adotadas no caso, e esclareceu que aquisição de Debêntures EBPH se deu no âmbito do administrador substituído pela Planner Corretora, uma vez que o fundo foi transferido em 03.10.2016, além de disponibilizar a listagem dos documentos que nortearam sua atuação.

121. Após a análise de tais documentos, a Acusação concluiu que, apesar da resposta, a Planner Corretora já era administradora do fundo quando ocorreu sua quarta subscrição de Debêntures em 01.11.2016. Além disso, concluiu pela insuficiência das informações para análise dos gestores e infração ao disposto no art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, ao não fiscalizar efetivamente a gestora contratada.

BRIDGE ADMINISTRADORA

122. A Acusação apontou que a Bridge Administradora era a administradora do fundo TMJ IMA-B, cuja gestão era exercida pela TMJ Gestão. Em 04.06.2018, foi intimada⁹⁸ a fornecer informações a respeito das diligências adotadas no caso, e encaminhou resposta⁹⁹ esclarecendo que, no âmbito de sua atuação, exercia a avaliação de todos os elementos que compõem o investimento a fim de atestar a decisão tomada pelo gestor com base nos riscos da operação. Contudo, ressaltou que não lhe incumbia realizar juízos de valor sobre a natureza do investimento, sob pena de assumir protagonismo na gestão de carteira, obrigação esta que lhe foi confiada pelos cotistas.

123. A propósito, ressaltou que solicitou parecer da gestora com o racional do investimento em questão, tendo requerido e analisado toda documentação que lhe foi disponibilizada. Pontuou que, após a primeira aquisição, ocasião em que já teriam sido validadas a constituição do ativo e a instituição das garantias, as avaliações dos demais ativos se deram com base nos limites do regulamento do fundo, sendo ainda considerados possíveis eventos de crédito anteriormente aferidos.

124. Após a análise de documentos enviados pela Bridge Administradora, a Acusação concluiu que, apesar de a administradora alegar ter tido acesso a relevante quantidade de documentos e informações relacionados à Oferta, não identificou os problemas existentes e as fragilidades com as garantias propostas, por exemplo. Dessa maneira, concluiu que a Bridge Administradora não atendeu ao disposto no art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, ao não fiscalizar efetivamente a gestora contratada.

125. Também foram intimados a se manifestar via ofício¹⁰⁰ José de Oliveira e Alberto Rocha, diretores

⁹⁷ Doc. 0623133, idem.

⁹⁸ Doc. 0528582, idem.

⁹⁹ Doc. 0556488, idem.

¹⁰⁰ Docs. 0639298 e 0639517, idem.



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

responsáveis pela Bridge Administradora. Em resposta, Alberto Rocha descreveu¹⁰¹ as etapas do procedimento de investimento em ativos de crédito, tal como as recordava, e José de Oliveira, por sua vez, informou¹⁰² que toda a operação de crédito privado se submetia a uma análise documental prévia para confirmar se os contratos da operação de crédito privado e as respectivas garantias eram apropriados e constituídos de forma adequada ao regulamento do fundo e às normas específicas da própria CVM e da ANBIMA. Informou que, após a aquisição, era feito monitoramento mensal e eram submetidas ao Comitê de Crédito da Bridge Administradora quaisquer situações relevantes relacionadas aos ativos.

126. Por fim, a Acusação concluiu pela impossibilidade de averiguação do cumprimento do dever de fiscalizar o trabalho do gestor no tocante aos fundos Tower Bridge e Tower Bridge II, tendo em vista que a Bridge Administradora ocupou, concomitantemente, as funções de gestão e administração.

GRADUAL

127. A Acusação apontou que a Gradual era a administradora do fundo FIM Sculptor, durante o período em que ocorreram as aquisições de Debêntures EBPH pelo fundo, cuja gestão era exercida pela FMD Gestão. Em 04.06.2018¹⁰³ e 09.07.2018¹⁰⁴, foi intimada a fornecer informações a respeito das diligências adotadas no caso.

128. Respondeu pela Gradual o liquidante E.F.B., que informou¹⁰⁵ não ter obtido todas as informações necessárias para prestar as informações solicitadas no ofício; tendo, assim, concluído a Acusação no sentido de que a Gradual não atendeu ao disposto no art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, ao não fiscalizar efetivamente a gestora contratada.

DIRETORES RESPONSÁVEIS DOS GESTORES E DOS ADMINISTRADORES

129. Para a Acusação, tendo em vista que as infrações cometidas pelos Gestores e pelos Administradores dos Fundos são decorrentes de atos de natureza institucional, os seus diretores responsáveis pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, de fundos de investimento em direitos creditórios ou de fundos de investimento imobiliário, conforme o caso, por dever de ofício e por suas inerentes atribuições na gestão e na administração desses fundos de investimento, participaram e tinham conhecimento desses atos.

130. Citou o julgamento do PAS CVM nº RJ2005/8510, em 04.04.2007, no sentido de que o diretor

¹⁰¹ Doc. 0651603, idem.

¹⁰² Doc. 0651566, idem.

¹⁰³ Doc. 0528583, idem.

¹⁰⁴ Doc. 0548040, idem.

¹⁰⁵ Doc. 0628605, idem.



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

responsável é “*pessoa que existe na regulamentação exatamente para assegurar em nome da pessoa jurídica, que evidentemente não tem vontades, que as normas aplicáveis sejam por ela respeitadas*”.

131. Além disso, citou, no Termo de Acusação, os seguintes entendimentos proferidos pelo então diretor Otavio Yazbek no âmbito do PAS CVM nº RJ2010/91, julgado em 09.08.2011, e pela então diretora Luciana Dias no PAS CVM nº RJ2010/13301, julgado em 23.10.2012, respectivamente:

“A lógica de se estabelecer focos de responsabilização – diretores responsáveis por atividades específicas – é a de criar não apenas centros de imputação de responsabilidades, de modo que estas não fiquem sempre diluídas na pessoa jurídica, mas também a de, com isso, criar estímulos para a conduta diligente – ou protetiva – dos administradores designados para aquelas funções.”

“A construção desses núcleos de imputabilidade é uma estratégia legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas dos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, proveniente da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição.”

132. A Acusação propôs então a imputação de responsabilidade aos diretores responsáveis pelos Gestores dos Fundos subscritores de Debêntures EBPH na Oferta, por infração ao disposto no item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979; e aos diretores responsáveis pelos Administradores dos Fundos subscritores, por infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014.

133. Por fim, a Acusação consignou que o relatório produzido pela Queluz Asset Management¹⁰⁶, que substituiu a FMD Gestão como gestora do Illuminati FIDC, em setembro de 2018, reforçou a afirmação de que a Oferta consubstanciou operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, assim como as demais conclusões alcançadas pela Acusação no âmbito deste PAS.

IV. MANIFESTAÇÃO DA PFE

134. A Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) se manifestou¹⁰⁷ pela adequação do TA ao art. 6º da então vigente Deliberação CVM nº 538/2009, bem como destacou que foi dada a oportunidade de manifestação prévia aos Acusados, nos termos do art. 11º da referida Deliberação.

V. DEFESAS

135. São resumidos a seguir os principais argumentos das razões de defesa apresentadas tempestivamente pelos Acusados.¹⁰⁸

¹⁰⁶ Doc. 0651149, idem.

¹⁰⁷ Doc. 0678384.

¹⁰⁸ Embora devidamente intimados (Docs. 0712169, 0715236, 0715236 e 0712145, p. 7), os acusados Gradual e Terra Nova não apresentaram razões de defesa, enquanto a acusada Fernanda Freitas compareceu ao processo em 20.02.2019 (Doc.



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

RAZÕES DE DEFESA DE EBPH, OSWALDO PANO FILHO, ALEXANDRE TRIGO E MANUEL LAMAS¹⁰⁹

136. Primeiramente, os referidos acusados justificaram a aquisição das cotas do FIP LSH, na medida em que o ativo imobiliário da empresa investida refletia patrimônio sólido, tangível e líquido, sendo que o investimento inicial dos cotistas do FIP LSH foi de aproximadamente R\$ 137.000.000,00, a rentabilidade das cotas positiva e o bem imóvel do Empreendimento avaliado em R\$ 351.000.000,00.

137. Os acusados alegaram que o Banco BRB, que assumiu a administração do FIP LSH em 2014, antes de a EBPH ser cotista, conduziu-o de maneira irregular e estabeleceu uma organização criminosa sob investigação no âmbito da Operação Circus Maximus, em trâmite na Justiça Federal de Brasília.

138. Nesse sentido, aduziram que, para além das intenções disruptivas que ensejaram a expedição do ofício que originou o presente PAS e do relatório de avaliação do Empreendimento, visto que tais documentos teriam a finalidade ulterior de encobrir os rastros dos ilícitos cometidos na gestão do Empreendimento, os ativos adquiridos pela EBPH teriam sido dolosamente supervalorizados em proveito da majoração de sua lucratividade e, conseqüentemente, do prêmio a ser recebido pelos agentes do Banco BRB, fato que teria ocasionado à Emissora um prejuízo de partida.

139. Quanto às dívidas contraídas pela empresa investida, pontuaram a ausência de fatores concretos que consubstanciassem a relação entre o endividamento e a prejudicialidade da subscrição das cotas do FIP LSH, ressaltando, ainda, em que esse valor representava apenas 2,8% do ativo à época, considerando que chegou a ser avaliado em R\$ 350.000.000,00. Além disso, aduziram que os atrasos nas obras do Empreendimento também não foram considerados relevantes, pois o Hotel LSH já funcionava com quase a totalidade da capacidade, apresentando altas taxas de ocupação nos períodos de pico turístico.

140. A defesa também pugnou pela desconsideração do e-mail enviado ao diretor-presidente Manuel Lamas, pois a prova de recebimento nunca foi feita, e pela ocorrência de divulgação indevida de informações na Assembleia Geral de Cotistas (“AGC”) do FIP LSH, já que os termos da minuta do relatório não eram, ao tempo da reunião, conhecidos pela noticiante.

141. Ainda de acordo com os acusados, não procede a acusação de destinação de recursos em desacordo com a Escritura de Emissão, tendo em vista que os debenturistas concederam *waver* à Emissora, assim como autorizaram o aditamento da Escritura de Emissão, em AGD. Com isso, reputa-se que os titulares dos direitos de crédito deram seu consentimento, em sede própria para tanto, inexistindo assim lesão a qualquer bem jurídico.

0778373) e apresentou petição alegando que não poderia apresentar suas razões de defesa devido a medidas cautelares interpostas no âmbito de ação judicial.

¹⁰⁹ Doc. 0754068.



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

142. Também sustentaram a improcedência da acusação de custos de distribuição acima da média de outras ofertas, pois o mercado não precifica custos de forma igualitária para todo e qualquer Emissor, de forma que a comparação feita pela Acusação não seria razoável. Segundo a defesa, a Emissora conduziu as devidas pesquisas de mercado, que levaram a opções mais caras para a Emissão devido à recusa de agentes do mercado em prestar serviços. Ressaltaram, ainda, que a EBPH se valeu de assessores técnicos para auxiliar na Emissão, já que não tinha *expertise* no assunto.

143. Quanto ao alegado recebimento de pagamentos indevidos por parte de Manuel Lamas, foram reforçadas as explicações apresentadas pelo diretor-presidente da EBPH em resposta ao Ofício nº 406.

144. Por fim, os acusados apresentaram os seguintes pedidos de produção de prova: (i) obtenção do compartilhamento dos elementos de prova, inclusive os depoimentos dos colaboradores, da Operação Circus Maximus; e (ii) oitiva do colaborador R.S.R., por ser parte do esquema ilícito montado que culminou na fraude que vitimou a EBPH.

RAZÕES DE DEFESA DA PLANNER, PLANNER CORRETORA E ARTUR FIGUEIREDO¹¹⁰

145. Os referidos acusados declararam, peremptoriamente, que não participaram de qualquer operação fraudulenta que tivesse por finalidade lesar terceiros, e sequer tiveram conhecimento de qualquer ajuste que houvesse sido levado a efeito para essa finalidade, alegando que agiram em conformidade com a lei e com as normas editadas pela CVM, no estrito cumprimento de seus deveres.

146. Alegaram também que, sendo a regulação pátria do mercado de valores mobiliários fundada no princípio do *full and fair disclosure*, que atribui aos investidores a prerrogativa de assumir o risco que lhes aparentar aceitável, a Acusação se pautou, sobretudo, na avaliação de que os recursos captados pela Oferta seriam destinados a desenvolver um empreendimento de alto risco.

147. Todavia, segundo aludido pela defesa, tal dever de avaliação de riscos não guarda qualquer relação às funções a serem desempenhadas pelos acusados, e tampouco o faz a atividade de análise do mérito do investimento ofertado aos Fundos, tendo esclarecido também que as atividades de administração de carteira são exercidas pela Planner Corretora com completa segregação quanto às demais, em especial das funções de agente fiduciário, que estão a cargo da Planner.

148. Nesse sentido, consignou-se que, por atribuir aos acusados condutas que competem, em verdade, a outros *gatekeepers*, “a acusação induz à superposição entre os diversos agentes envolvidos numa oferta pública de distribuição de valores mobiliários, impondo-lhes deveres e custos adicionais que não

¹¹⁰ Doc. 0788713.



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

*estão hoje percebidos pelos participantes do mercado*¹¹¹, alegando que a decisão a ser proferida pelo Colegiado tem relevância também para as demais instituições que desempenham as mesmas funções.

149. Além disso, para a defesa, a indevida imputação de responsabilidades aos agentes que atuam no mercado de capitais por meio da ação sancionadora da CVM produz, em consequência, uma indesejável insegurança jurídica, sustentando que responsabilidade do administrador fiduciário é limitada ao desempenho de suas funções, com fundamento no art. 1.368-D do Código Civil¹¹². Sob esta ótica, os defendentes solicitaram que as imputações a eles atribuídas sejam avaliadas, postulando por sua absolvição com base nos argumentos a seguir expostos.

150. Quanto ao rito procedimental, os acusados solicitaram a declaração de nulidade do PAS por cerceamento de seu direito de defesa, devendo os autos serem devolvidos à SRE e à SIN para procederem à correta instrução processual, uma vez que os documentos referidos no Termos de Acusação não integram os autos do PAS, acarretando a defeituosa formação do processo, por ser inconcebível que a acusação dirigida aos acusados esteja baseada em elementos de provas não constantes dos autos.

151. Cabe ressaltar que, embora os defendentes tenham requerido a juntada aos autos do PAS de todos os documentos relacionados no Termo de Acusação, conforme petição de 12.04.2019, o pedido foi ignorado, tendo-lhes sido concedidas apenas vistas aos autos do processo, o que não tem aptidão para corrigir o vício, acarretando prejuízo ao pleno exercício do contraditório e da ampla defesa pelas partes.

152. A defesa sustentou, ainda, que devem ser examinados e sopesados os fatos objeto deste PAS tendo-se em consideração que a Oferta pública de Debêntures EBPH se deu ao amparo da ICVM nº 476/2009, mediante dispensa dos registros de emissor e da própria oferta, por se enquadrar numa das situações em que é desnecessária a observância do regime informacional baseado no sistema de registros.

153. Ao tratar das irregularidades imputadas à Planner, na condição de agente fiduciário, que teria descumprido os incisos I, II, V e VII do art. 11 da ICVM nº 583/2016, a defesa destacou que o rol de atribuições do agente fiduciário previsto no art. 68 da Lei nº 6.404/1976 foi complementado pela CVM no art. 11 da ICVM nº 583/2016, que agrega aos deveres já previstos em lei uma série de tarefas que devem ser realizadas pelo agente fiduciário no desempenho de sua função.

154. Nesse sentido, a defesa sustentou ser necessário delimitar a abrangência dos deveres atinentes aos agentes fiduciários, pois, do contrário, a imposição de obrigações alheias às suas atribuições mostra-

¹¹¹ Idem.

¹¹² Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto no regulamento a que se refere o parágrafo único do art. 1.368-C: I - estabelecer a limitação da responsabilidade de cada condômino ao valor de suas cotas; e II - autorizar a limitação da responsabilidade dos prestadores de serviços fiduciários, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade.



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

se excessivamente prejudicial, atentando contra a segurança jurídica e a expansão desse mercado.

155. A defesa esclareceu, ainda, que a nomeação do agente fiduciário ocorre em momento anterior à formação da comunhão de debenturistas, com sua indicação na escritura de emissão, de modo que, entre a formalização da escritura e a efetiva organização da comunhão de debenturistas, o agente fiduciário tem deveres análogos aos fundadores da companhia, devendo zelar pela regularidade formal da escritura e demais documentos referentes à emissão.

156. Além disso, argumentou que, ressalvada a necessidade de verificação da consistência das informações constantes na escritura de emissão e relativas às garantias (art. 11, inciso V, da ICVM nº 583/2016), o agente fiduciário não tem qualquer atuação na estruturação da oferta ou nas etapas preparatórias de sua formulação, tampouco influenciando na negociação dos termos da emissão ou na exigência de majoração das garantias em benefício dos debenturistas.

157. Segundo a defesa, é incabível sustentar que o agente fiduciário devia exercer atividades relacionadas à avaliação dos riscos envolvidos na aquisição das Debêntures EBPH, já que consiste em atividade tipicamente reservada aos consultores de valores mobiliários, aos quais cumpre exercer as atividades de “orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado”, nos termos do art. 1º da ICVM nº 592/2017.

158. Além disso, alegou que não seria razoável exigir que os agentes fiduciários realizem trabalhos de investigação para averiguar possíveis irregularidades nos negócios da companhia emissora das debêntures, não cabendo-lhes tarefa equiparável à instituição intermediária, que deve, nos termos do art. 56, § 1º, da ICVM nº 400/2003¹¹³, agir com elevados padrões de diligência para assegurar a veracidade, consistência, correção e suficiência das informações relativas à oferta.

159. A esse respeito, a defesa ressaltou que, inobstante a proposta de normativo divulgada na Audiência Pública SDM nº 04/15 tenha originalmente previsto, em seu art. 12, inciso V, o dever de “*verificar, no momento de aceitar a função, a veracidade das informações contidas na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente, diligenciando no sentido de que sejam sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tenha conhecimento*”, a SDM propôs retroceder em sua proposta inicial, por “*não ser factível determinar aos agentes fiduciários a atribuição de juízo de valor e veracidade de todas as informações prestadas pelos emissores*”.

160. Dessa forma, a defesa pontuou que o Colegiado da CVM, acatando sugestão da SDM, restringiu

¹¹³ Art. 56. O ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição. §1º A instituição líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que



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

tal obrigação à verificação da “veracidade das informações relativas às garantias e a consistência das demais informações contidas na escritura de emissão”, nos termos do art. 11, V, da ICVM nº 583/2016.

161. Ademais, tendo em vista o caráter essencial da função desempenhada pelos agentes fiduciários, a defesa postulou não ser adequado que lhes sejam impostas obrigações diversas das normativamente previstas, especialmente quando essas já integram o rol de atribuições de outros *gatekeepers*, fato que justificaria o não acolhimento, pelo Colegiado, das imputações formuladas pela Acusação.

162. Em relação à alegada falha da Planner frente à verificação das informações relativas à Oferta, a defesa alegou ser claro, no momento de emissão das Debêntures EBPH, que as garantias oferecidas aos debenturistas recairiam sobre as participações adquiridas pela EBPH com os recursos então captados, bem como sobre o fluxo de recebíveis que seria gerado pelo empreendimento a ser desenvolvido pela empresa investida (que veio a ser a LSH Barra), não havendo que se falar em omissão ou obscuridade na Escritura de Emissão acerca de quais seriam as garantias a serem oferecidas aos debenturistas.

163. Adicionalmente, alegou que não cabia à Planner, em sua condição de agente fiduciário das Debêntures EBPH, realizar qualquer juízo de valor acerca desse documento, não sendo sua função assessorar os investidores na sua tomada de decisão sobre o investimento. Também ressaltou que Planner prestou os esclarecimentos pertinentes à SRE no tocante às diligências por ela adotadas para verificação da veracidade das informações constantes da Escritura de Emissão relativas às garantias, em resposta ao Ofício nº 189/2018/CVM/SRE/GER-3, de 11/06/2018.

164. No mesmo sentido, a defesa alegou ser incabível a acusação de que haveria irregularidade na emissão das Debêntures EBPH pelo fato de as garantias estarem atreladas ao desempenho do próprio emissor ou das participações adquiridas, argumentando que o próprio oferecimento de garantias reais ou fidejussórias não é uma obrigação do emissor, mas uma faculdade, de modo que não há que se falar na exigência de que as garantias oferecidas numa oferta pública de valores mobiliários devessem, necessariamente, cobrir 100% do valor da oferta.

165. Prova disso seria a política regulatória tradicionalmente adotada pela CVM, que, pautada no princípio do *full and fair disclosure*, assegura o acesso do público a informações relativas aos ativos negociados e as companhias que os tenham emitido¹¹⁴. Dessa forma, segundo a defesa, embora a CVM tenha contrariado o aludido conceito no tocante à edição ICVM nº 296/1999, nem mesmo na ocasião foi exigido que os emissores de valores mobiliários constituíssem garantias que correspondessem a 100%

¹¹⁴ Art. 4º, IV, da Lei 6.385/1976, em textual: “O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...) IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.”



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

do montante captado, atestando o descompasso entre a tese já consolidada e as considerações do TA.

166. Sustentou também que, *“ainda que se admita, portanto, que a [Planner] tinha o dever de emitir alertas aos debenturistas acerca dos riscos do investimento, impõe-se reconhecer que essa constitui obrigação decorrente de nova interpretação da Lei das S.A. e da Instrução CVM nº 583/2016, que jamais esteve presente nas decisões do Colegiado ou das orientações expedidas por esta Autarquia”*¹¹⁵.

De acordo com o princípio da eventualidade, na hipótese deste Colegiado decidir por seguir tal entendimento, deverá levar em consideração sua contradição no que se refere ao exercício da função desse importante *gatekeeper*, aplicando-se o disposto no art. 2º, inciso XIII, da Lei nº 9.784/1999¹¹⁶.

167. Nesse sentido, a vedação à aplicação prospectiva de nova interpretação decorre do princípio da não-surpresa, que visa assegurar a estabilidade das relações jurídicas entre Administração Pública e administrados¹¹⁷ e, conseqüentemente, afasta a pretensão contida no TA, já que as alegações teriam extrapolado sobremaneira os limites das obrigações atribuíveis à Planner.

168. Por fim, quanto à temática associada ao fato de que a Oferta das Debêntures EBPH teria configurado operação fraudulenta em razão de desvio de recursos, a defesa sustentou que a Planner, na condição de agente fiduciário, adotou todas as medidas que, no seu entender, poderia e deveria ter tomado em defesa dos interesses da comunhão de debenturistas, destacando que a sua atuação mais eficaz foi a sua intervenção perante a EBPH quando constatou o desvio na destinação dos recursos captados com as debêntures, snedo que a Planner não teve relação com qualquer prática fraudulenta.

169. A propósito, a Planner esclareceu que notificou extrajudicialmente a EBPH, em 24.04.2018, exigindo a produção das informações relativas à destinação dos recursos, que prestou informações inconsistentes, o que levou a nova notificação extrajudicial, em 22.05.2018, requerendo esclarecimentos formais sobre a destinação dos recursos. Como a resposta mostrou-se também inconsistente, nova notificação extrajudicial foi feita, que ficou sem resposta. Dessa forma, a Planner alegou que tomou todas as medidas que lhe cabiam na condição de agente fiduciário dos debenturistas, no sentido de permitir que estes decidissem sobre a providência que melhor servisse aos seus interesses.

¹¹⁵ Doc. 0788713, fl. 42.

¹¹⁶ Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência. Parágrafo único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (...) XIII - interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação.

¹¹⁷ Art. 23 do Decreto-Lei nº 4.657/1942, em textual: “A decisão administrativa, controladora ou judicial que estabelecer interpretação ou orientação nova sobre norma de conteúdo indeterminado, impondo novo dever ou novo condicionamento de direito, deverá prever regime de transição quando indispensável para que o novo dever ou condicionamento de direito seja cumprido de modo proporcional, equânime e eficiente e sem prejuízo aos interesses gerais.”



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

170. Em segundo lugar, a defesa concentrou-se nas irregularidades imputadas à Planner Corretora, na condição de administradora fiduciária do Illuminati FIDC, fundo que se encontrava sob gestão da FMD Gestão. Segundo a Acusação, a Planner Corretora teria falhado em seu dever de fiscalizar a gestora contratada, ao permitir a aquisição, sem o devido cuidado e diligência, de um ativo que representava alto risco de investimento para o fundo, em infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014.

171. A esse respeito, a defesa sustentou que a Acusação atribuiu à acusada responsabilidade que não lhe é própria, tendo em vista que apontou que a Planner Corretora, na condição de administradora fiduciária do Illuminati FIDC, deveria ter sistemas de gestão que produzissem *red flags* que lhe permitissem verificar os flagrantes problemas nas Debêntures EBPH, o que equivaleria, segundo a defesa, a transferir para o administrador fiduciário responsabilidade inerente ao gestor de carteira.

172. Nesse sentido, pontuou que “*as decisões de investimento cabem inteiramente, e são de exclusiva responsabilidade do gestor de carteira, sendo incumbência do administrador supervisionar, sempre a posteriori, os atos praticados pelo gestor, no tocante a sua aderência às disposições do regulamento do fundo e das normas legais aplicáveis*”¹¹⁸.

173. De acordo com a defesa, não há, nos precedentes da CVM ou nas orientações emitidas pela SIN, entendimento que suporte a tese da Acusação de que os administradores fiduciários deveriam realizar um acompanhamento praticamente em tempo real que o torne apto a verificar irregularidades nos investimentos realizados pelo gestor. Ao contrário, a defesa sustentou que o administrador fiduciário deve supervisionar os atos praticados pelo gestor sempre *a posteriori*, como se observa na orientação do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 10/2013, de 18.10.2013.

174. Ademais, alegou que tal supervisão não somente deve ser feita *a posteriori*, como também não deve se debruçar sobre o mérito das decisões de investimentos procedidas pelo gestor, restringindo-se a verificação de adequação de seus atos. Isto significa que, à luz das obrigações atribuídas ao administrador fiduciário cumpre-lhe apenas assegurar que o gestor atue em conformidade à regulamentação vigente e ao regulamento do fundo, inexistindo possibilidade de controle de conteúdo.

175. Segundo a defesa, consoante precedentes da CVM, não caberia à Planner Corretora realizar tal juízo de valor acerca da aquisição das Debêntures EBPH, sendo essa prerrogativa exclusiva do gestor do fundo. Além disso, sustentou que a Planner Corretora executou seu dever de supervisão, dentro dos limites normativos, não havendo no Termo de Acusação qualquer imputação que caracterize descumprimento de tais deveres.

¹¹⁸ Doc. 0788713, fl. 47.



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

176. A defesa destacou, ainda, que a Planner Corretora assumiu a administração do fundo somente após os problemas com o Empreendimento da LSH Barra, em 03.10.2016, de modo que os percalços não só eram de conhecimento dos debenturistas e dos cotistas do FIP LSH, como parte predominante dos investimentos que são objeto de questionamento deste PAS já haviam se concretizado, de forma que, mesmo que fosse admissível impor à acusada o dever de impedir a realização dos investimentos em questão, tal obrigação se restringiria à quarta e última subscrição das Debêntures, a qual representava apenas 2,01% do patrimônio do fundo¹¹⁹.

177. A defesa pontuou também que, se tais restrições à quarta subscrição das Debêntures de fato se concretizassem, haveria produção de consequências adversas para os diversos agentes envolvidos na Oferta, o que inclui a Planner Corretora, que poderia até ser eleita como causadora do insucesso do Empreendimento. Dessa forma, tendo em vista o cenário em que se dava a atuação da acusada, argumenta-se pela inexigibilidade de conduta diversa daquela apresentada e, em decorrência disso, de exclusão de sua culpabilidade, tal como decidido pela CVM em momento anterior¹²⁰.

178. Em terceiro lugar, quanto a Artur Figueiredo, a defesa sustentou que o TA se limita a afirmar que, por se ele diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários da Planner Corretora, deve responder, em conjunto, pela infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014.

179. Segundo a defesa, apesar de o diretor responsável pela administração fiduciária ter elevado grau de responsabilidade pelas ações ou omissões da instituição, conforme entendimento da CVM¹²¹, o ônus da prova, em processos sancionadores, é sempre da acusação, de modo que caberia à SRE e à SIN demonstrar em que medida Artur Figueiredo teria falhado no cumprimento de seus deveres, de forma a situar sua culpabilidade, por ser de natureza subjetiva a sua responsabilidade.

180. Ademais, a acusada alegou não constar do TA qualquer motivação razoável para que Artur Figueiredo seja condenado, não havendo qualquer demonstração de que tenha falhado em seus deveres como pessoa responsável pela atividade de administração de carteira, de forma que sua conduta tenha de alguma forma sido relevante para a ocorrência do ilícito que se pretende atribuir à Planner Corretora. Ao revés, segundo a defesa, Artur Figueiredo sequer foi indagado acerca de quais medidas adotou à frente da Planner Corretora para supervisionar os prestadores de serviços dos Fundos.

181. Dessa forma, a defesa concluiu ser inepta a acusação formulada em face de Artur Figueiredo,

¹¹⁹ A quarta subscrição realizada em novembro de 2016, envolveu 374 debêntures com PU de R\$ 10.674,20, representava apenas 2,01% do patrimônio do referido fundo, que, naquele momento, era de R\$ 198.058.853,93.

¹²⁰ PAS CVM nº 06/2003.

¹²¹ PAS CVM nº RJ2010/912917.



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

por não descrever, minimamente, qual ação ou omissão sua que lhe torna responsável pela infração.

182. Por fim, a defesa reiterou preliminar de nulidade, requerendo seja declarada a nulidade do PAS 2018/8719, em razão do alegado cerceamento ao direito de defesa dos acusados, devendo os autos serem devolvidos à SRE e à SIN, para proceda à correta instrução processual.

183. Sustentaram, portanto, a absolvição dos defendentes, considerando que as imputações formuladas no TA são insubsistentes, uma vez que, no tocante à Planner Trustee, entende não ter ocorrido qualquer falha no exercício de sua função como agente fiduciário, visto que (i) a Escritura de Emissão das Debêntures EBPH foi clara quanto à natureza e à qualidade das garantias, não havendo irregularidade por sua vinculação ao sucesso do Empreendimento; (ii) todas as diligências cabíveis para verificação da veracidade das informações foram devidamente implementadas, inexistindo qualquer tipo de inconsistência capaz de induzir os debenturistas a erro; (iii) não compete ao agente fiduciário realizar ponderações acerca da qualidade das garantias ou riscos atinentes ao investimento; (iv) a Planner agiu de forma diligente frente à verificação do desvio de finalidade na aplicação de recursos captados pela Oferta; e (v) em decorrência do princípio da não-surpresa, não seria adequado impor à Planner Trustee qualquer tipo de sanção quanto a uma violação eventualmente constatada a partir de interpretação nova por parte da CVM, à luz do disposto no art. 2º, XIII, da Lei nº 9.784/1999 e no art. 23 da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro, já que, segundo aduzido, no caso concreto, apenas em caso de mudança de paradigma nas interpretações da Autarquia sobre a atuação do agente fiduciário é que a conduta da Planner Trustee poderia, então, ser tida como ilícita.

184. A esse respeito, esclareceu que o princípio da não surpresa impede que se aplique de forma retrospectiva nova interpretação sobre o âmbito de atuação dos agentes fiduciários. A nova interpretação consistiria na exigência de que o agente fiduciário opinasse sobre o risco inerente às garantias prestadas, sendo que, a seu ver, o agente fiduciário tenha essa atribuição. O princípio da não surpresa foi invocado para caso o Colegiado venha a entender que o agente fiduciário deve, no exercício de suas atribuições, fazer alertas aos investidores acerca do risco inerente às garantias, como consta do Termo de Acusação. Nesse cenário, haveria uma interpretação não refletida em pronunciamento anterior da CVM, seja no âmbito do Colegiado, seja no âmbito das áreas técnicas, que não poderia ser aplicada de forma retroativa.

185. Já no que tange à Planner Corretora e a seu diretor responsável Artur Figueiredo, ressaltou que, na condição de administradora fiduciária do Illuminati FIDC, não lhe cabia exercer controle acerca do mérito das decisões tomadas pelo gestor do fundo, pontuando, ainda, que apenas assumiu a administração do fundo após a subscrição das três primeiras emissões das debêntures, não sendo razoável exigir que impedisse a subscrição da quarta emissão. Pugnou pela adequação da aquisição de Debêntures



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

EBPH ao disposto no Regulamento, visto que essas apresentavam conformidade aos critérios de elegibilidade dos direitos creditórios passíveis de aquisição pelo fundo, e a ausência de especificação de conduta ativa ou omissiva considerada irregular que guarde relação à atuação de Artur Figueiredo, sendo inepta a acusação contra ele formulada.

RAZÕES DE DEFESA DE ARGUS E DE MARIA CHRISTINA MACIEL¹²²

186. Primeiramente, a defesa dos referidos acusados alegou que a Acusação considerou a inadequação da metodologia aplicada à Oferta, tendo concluído pela violação do art. 15 da ICVM nº 521/2012¹²³.

187. A defesa, contudo, sustentou que a Oferta não contava com características de operação de risco corporativo e, por isso, não seria cabível o uso da metodologia indicada pela Acusação. Dessa forma, os defendentes sustentaram que a área técnica da CVM partiu de uma premissa equivocada acerca da metodologia aplicável, ressaltando, na respectiva oportunidade, que indicaram, por meio de resposta ao Ofício Nº 308/2018/CVM/SRE/GER-3, as características centrais da Oferta que fundamentaram sua opção pela metodologia efetivamente utilizada.

188. Destacou, ainda, que os recebíveis de quaisquer dividendos ou valores de juros sobre capital próprio da EBPH, então decorrentes de distribuições do FIP LSH, da LSH Barra e das receitas do Hotel, seriam empregadas para satisfação das obrigações financeiras das Debêntures EBPH, fato que justifica o entendimento da defesa de que a Oferta constituía um tipo de estrutura – conhecida como *Project Finance* – em que o risco de crédito seria avaliado com base nas futuras receitas oriundas de determinado projeto, as quais seriam responsáveis por lastrear a operação e proporcionar os recursos destinados à amortização e ao pagamento do valor de principal e juros dos títulos emitidos.

189. De acordo, então, com a metodologia aplicada, a definição de operação estruturada perpassava pela vinculação do negócio aos ativos que lhe servem de lastro e objetivam o pagamento de suas obrigações, sendo que isso não corresponde à associação da análise de risco ao patrimônio geral do emissor, mas, essencialmente, aos ativos subjacentes da operação.

190. Ademais, salientou que, conforme disposto pela área técnica da CVM, a Oferta não poderia ser avaliada como operação estruturada porque (i) a Emissora não é companhia securitizadora ou sociedade de propósito específico e (ii) os títulos emitidos no âmbito da oferta são Debêntures. Para a defesa, entretanto, esse entendimento não deve prosperar, pois a metodologia da LF Rating não era taxativa ao definir os emissores de produtos estruturados e, além disso, prevê expressamente que as Debêntures

¹²² Doc. 0794712.

¹²³ Art. 15. Os relatórios de classificação de risco de crédito devem ser elaborados em estrita observância aos procedimentos e metodologias adotados pela agência.



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

constavam entre os principais ativos sujeitos ao regramento aplicável a operações estruturadas, em consonância à ICVM nº 521/2012, em seu art. 17, §1º¹²⁴.

191. Nesse sentido, de acordo com o disposto na metodologia da LF Rating, o que caracterizava uma operação como estruturada não era estritamente o tipo de emissor ou o título emitido, mas sua característica estrutural de ser formada por outros ativos subjacentes. Assim sendo, a defesa sustentou que a Oferta foi avaliada como operação estruturada na medida em que seu lastro era composto pelos direitos creditórios oriundos de dividendos ou juros sobre o capital próprio da EBPH diretamente vinculados à geração de receitas pelo Hotel LSH, cujos valores, objeto de garantia de cessão fiduciária, seriam utilizados para pagamento das obrigações das Debêntures EBPH.

192. Em segundo lugar, a defesa alegou que o relatório de classificação de risco de crédito foi elaborado em estrita observância à referida metodologia, conforme prescrito pelo art. 15 da ICVM nº 521/2012, esclarecendo, ainda, que metodologia da LF Rating aplicável a este tipo de operação consistia principalmente na análise de aspectos que configuram cinco grandes “Fatores Geradores de Risco” (“Fatores de Risco”), quais sejam: (i) instrumentos legais; (ii) qualidade da estruturação; (iii) ativos subjacentes; (iv) garantias complementares; e (v) agentes.

193. A propósito, a defesa apresentou um quadro comparativo entre os referidos fatores e seus fundamentos, correlacionados no relatório definitivo, o que, com base em seu entendimento, “*comprova que a LF Rating analisou todas as informações e documentos recebidos no âmbito da oferta, levando em consideração os Fatores de Risco de sua metodologia de operações estruturadas*”¹²⁵.

194. Além disso, ressaltou que o fluxo de caixa projetado do Hotel LSH utilizado pela LF Rating foi baseado na avaliação econômico-financeira realizada pela Baker Tilly, cujas informações atestaram a capacidade do hotel em gerar receitas de valor significante, e, conseqüentemente, viabilizou a realização de testes de *stress* sobre as projeções de receitas do hotel que comprovaram a suficiência de valores para fazer frente às obrigações decorrentes das Debêntures EBPH.

195. Em terceiro lugar, quanto à acusação de que a LF Rating não adotou providências para evitar a emissão de classificação de risco de crédito que induzisse o usuário a erro quanto à situação creditícia do ativo financeiro avaliado, conforme disposto no art. 10, inciso II, da ICVM nº 521/2012¹²⁶, a defesa

¹²⁴ Art. 17. O relatório de classificação de risco de produtos financeiros estruturados deve também evidenciar: §1º São exemplos de produtos financeiros estruturados: (...) VI – debêntures cujo pagamento de principal e juros advém do fluxo financeiro resultante da cessão de direitos creditórios.

¹²⁵ Doc. 0794712, fl. 18.

¹²⁶ 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.



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

alegou que, por se tratar de obrigação de meio, não há exigência de que os relatórios se eximam integralmente de possíveis inconsistências, mas, em verdade, que sejam adotados procedimentos suficientes para minimizar as chances de emissão de documentos com informações inverossímeis, cabendo à Acusação demonstrar que a agência não mantinha procedimentos adequados.

196. Em acréscimo, argumentou que, no caso da oferta de Debêntures da EBPH, o processo de classificação de risco foi devidamente observado, tendo o Comitê de Rating da Agência (“Comitê”) definido a nota A quando da emissão do relatório preliminar, classificação ratificada no relatório definitivo de *rating* (“Relatório Definitivo”), e o analista K. L. sido designado como analista-relator da oferta, realizando atividades de (i) análise da lista de documentos da oferta enviados pelo estruturador¹²⁷; (ii) elaboração de testes de *stress* sobre a avaliação econômico-financeira do Hotel LSH elaborada pela Baker Tilly; e (iii) análise de informações obtidas pela LF Rating à época da classificação de risco de crédito realizada no âmbito da operação de emissão de Debêntures da LSH Barra, que ocorreu no mês anterior à oferta e também teve o Hotel LSH como objeto de análise.

197. A defesa destacou que um dos principais documentos considerados pela LF Rating na realização de seus procedimentos para classificar a Oferta foi a avaliação econômico-financeira da Baker Tilly, que apresentava projeções do fluxo de caixa descontado da LSH Barra, sobretudo considerando as linhas de receitas a serem geradas com o início operacional do hotel. Dessa forma, a LF Rating analisou as principais premissas de geração de receita do Empreendimento e as confrontou com alguns cenários de estresse da oferta, sustentando que adotou premissas mais conservadoras em relação àquelas tomadas pela Baker Tilly, de sorte a confirmar a suficiência de caixa a ser gerado pelo hotel.

198. Além disso, a defesa pontuou que se valeu do relatório gerencial de obras emitido pela Arquitetos do Rio Consultoria e Projeto Ltda. (“Relatório de Obras”), destacando que a perspectiva de conclusão das obras do Empreendimento (prevista para julho de 2016) foi considerada na análise de classificação de risco de crédito pela LF Rating como importante, dado que o pagamento das obrigações da Oferta estaria ligado às receitas a serem geradas pelo Hotel LSH a partir de seu funcionamento.

199. Por fim, a acusada ressaltou que, no mês anterior à emissão do Relatório Definitivo, a LF Rating já havia tomado providências para avaliar o Hotel LSH e suas projeções financeiras no âmbito da operação das Debêntures EBPH, reconhecendo que todos os procedimentos para evitar a apresentação

¹²⁷ Segundo a defesa, “conforme descrito no item VIII do Relatório Definitivo, os fundamentos da classificação de risco foram calculados a partir da análise das seguintes fontes de informação: (a) Resumo com as características da emissão e do empreendimento; (b) *Valuation* elaborado pela Baker Tilly; (c) *Valuation* elaborado pela EBPH; (d) *Valuation* elaborado pela Avalor Engenharia de Avaliações; (e) Regulamento do FIP LSH; (f) Relatórios da Carteira Diária; (g) Relatório Gerencial de Obra; (h) Escritura de Emissão de Debêntures; e (i) Ata da Assembleia Geral Extraordinária da EBPH que deliberou sobre a emissão das Debêntures”.



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

de relatório que induzisse o investidor a erro foram efetivamente adotados, em plena observância ao disposto pelo art. 10, inciso II, da ICVM nº 521/2012.

200. Em quarto lugar, a respeito da suposta indução de usuários do Relatório Definitivo a erro em razão da emissão de uma nota de crédito artificialmente otimista e desconectada dos parâmetros de mercado e da própria metodologia da agência, defendeu a não interferência do regulador no teor das análises, pois o art. 36¹²⁸ da norma dispõe expressamente que os termos da ICVM nº 521/2012 não implicam qualquer influência no conteúdo das classificações de risco e metodologias internas. Segundo a acusada, a motivação deste dispositivo foi vedar a interferência pelo regulador no conteúdo das notas de *rating* atribuídas pelas agências, em linha com a regulação norte-americana e europeia, conforme o *Securities Exchange Act* de 1934 e a Regulação nº 1060/09 do Parlamento Europeu.

201. Nesse sentido, a defesa ressaltou que a nota A atribuída à oferta, depois revisada para nota BBB, pela LF Rating foi resultado de um processo sistemático pautado na adoção de procedimentos internos e na observância da metodologia aplicável, sem prejuízo de que o risco de inadimplência e o conjunto de garantias fossem considerados para classificação do crédito.

202. Dessa forma, segundo a defesa, não procede a suposta desconsideração do atraso nas obras do Hotel LSH, tendo em vista que a LF Rating tomou conhecimento do status da obra do Hotel LSH por meio do Relatório de Obras, que, à época, atestou que 79,41% das obras do hotel estavam concluídas e sua inauguração programada para julho de 2016, restando esclarecido ao investidor, em seu relatório, que o cronograma de obras do Hotel LSH não contava com prazo confortável para conclusão.

203. Também afirmou não proceder a alegação da área técnica de que a LF Rating desconsiderou, em sua classificação de risco de crédito, a existência de dívidas não pagas e protestadas em nome da LSH Barra, equivalentes a R\$ 50.000.000,00, que seriam indicadores bastante relevantes para análise de um empreendimento como o Hotel LSH. A acusada esclareceu que tais dívidas eram concentradas em fornecedores das obras do Hotel LSH, então seriam passíveis de renegociação pela LSH Barra e que, entre 2015 e 16.06.2016, os títulos protestados em nome da LSH equivaliam aproximadamente R\$ 44.000,00, segundo o Instituto de Estudos de Protesto de Títulos do Brasil¹²⁹.

204. Além disso, a Acusação questionou o fato de a classificação de risco de crédito da LF Rating não ter considerado a experiência dos profissionais da administração da LSH Barra para atribuição da nota, de modo que teria supostamente mitigado todos os riscos envolvidos em um empreendimento

¹²⁸ Art. 36. As disposições desta Instrução não implicam qualquer tipo de interferência ou influência no conteúdo das classificações de risco ou das metodologias.

¹²⁹ Doc. 0538046.



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

administrado por profissionais sem experiência no ramo hoteleiro. A respeito disso, a defesa argumentou que, embora não tenha expressamente indicado referida falta de experiência nos relatórios de *rating* iniciais, tal circunstância foi considerada e espelhada pela nota A atribuída à Oferta, tendo corroborado para que a oferta não atingisse notas mais elevadas.

205. Ainda sobre isso, a LF Rating indicou em seu relatório de 2ª revisão de *rating*, a partir de maio de 2017, que a administração da LSH Barra passou a contar com profissionais com maior experiência no setor hoteleiro e, durante tal gestão, certos passivos em nome da LSH Barra foram então quitados.

206. Pontuou, também, que a Acusação alegou que o percentual das garantias indicado no Relatório Definitivo para cobrir as obrigações da oferta não seria compatível com a conceituação da nota A prevista pelo regramento da LF Rating; porém, argumentou que a Acusação se utilizou, erroneamente, do conceito destinado às notas BBB para elaborar suas ponderações, a qual representa “*obrigações que apresentam garantias primárias, secundárias e terciárias, que ainda permitem a realização do valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação*”¹³⁰, e não a nota A.

207. Pontuou que “[n]este sentido, deve-se esclarecer que a metodologia da LF Rating, ao dispor que uma determinada operação possui garantias que permitem a realização do valor do principal corrigido e juros, não visa afirmar que as garantias serão necessariamente suficientes para o pagamento das obrigações, excluindo eventuais ponderações de risco que considere cenários onde o valor das garantias possa sofrer variações”. Segundo a defesa, a avaliação feita pela LF Rating agiu em linha com seu dever de demonstrar ao investidor eventuais riscos a serem corridos com determinado investimento, incluindo eventuais cenários de perdas, consonante com a IOSCO.

208. Adicionalmente, a defesa indicou que, apesar da acusação de que a nota BBB atribuída nos relatórios da 1ª e 2ª revisão de *rating* da Oferta não seria coerente com regramento interno da LF Rating, os termos dos relatórios de revisão dispõem expressamente que a garantia real da oferta seria superior ao saldo devedor da emissão, permitindo o pagamento do valor da oferta.

209. Ademais, a defesa apontou que as revisões de *rating*, realizadas no transcorrer do prazo da Oferta, demonstram que a classificação foi sendo ajustada em conformidade às modificações das condições fáticas do Empreendimento, fato que ressalta, em seu entendimento, a coerência entre a nota atribuída e o regramento pertinente ao caso.

210. Em quinto lugar, a Acusação questionou a utilização pela LF Rating da avaliação econômico-financeira elaborada pela Baker Tilly para realizar a classificação de risco da oferta, alegando um suposto

¹³⁰ Doc. 0794712, fl. 29.



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

dever da LF Rating em questionar a razoabilidade e previsibilidade de tais projeções de fluxo de caixa. Quanto a esse ponto, a defesa alegou que *“o referido relatório esclarece que não se exige das agências de classificação de risco que confirmem a precisão de todas as informações providenciadas pelos emissores, os quais mantêm a responsabilidade pela precisão da informação dada ao mercado”*¹³¹.

211. Adicionalmente, a defesa sustentou que, salvo em casos de flagrantes inconsistências que alertem sobre seu descolamento para com a realidade, não constitui prática da LF Rating questionar a razoabilidade de avaliações econômico-financeiras de um determinado empreendimento, visto que são realizadas por empresas especializadas, tal como a Baker Tilly.

212. Desse modo, argumentou que cabe às agências de *rating* tão somente confiar nas informações e documentos que lhe são passados por terceiros para realizar suas análises de crédito, conduta que foi efetivamente realizada pela agência, que considerou as projeções financeiras do Hotel LSH elaboradas pela Baker Tilly que lhe foram encaminhadas para realizar sua classificação de risco.

213. Foi também destacado que a participação do Grupo Trump era fator essencial ao sucesso do Empreendimento e, por consequência, às projeções financeiras do hotel, de modo que o rompimento de seu contrato com a LSH Barra, em dezembro de 2016, acarretou efeitos significativamente negativos ao fluxo de caixa do hotel. Sendo assim, a defesa sustentou que não é dever das agências de *rating* considerar cenários inesperados em suas avaliações de risco, de forma que o principal fator para alteração negativa das referidas projeções e da classificação de risco da Oferta, não era passível de previsão por qualquer procedimento adotado pela LF Rating.

214. Em sexto lugar, a defesa tratou da atuação da CVM no mercado de agências de *rating* no Brasil, argumentando que a CVM jamais esclareceu detalhadamente os padrões de conduta que devem ser adotados por ocasião da elaboração de relatório de classificação de risco. A esse respeito, destacou que, desde a edição da ICVM nº 521/2012, foi editado um único ofício circular¹³² para orientar a atuação deste participante de mercado, não sendo isto suficiente para suprir as lacunas decorrentes dos conceitos abertos que permeiam a legislação vigente.

215. Além disso, pontuou a existência de desigualdade de tratamento por parte da CVM para com a LF Rating, pois, até a edição da Deliberação CVM (“DCVM”) nº 796, de 20.07.2018, que determinou sua proibição temporária de atuar em ofertas com esforços restritos de distribuição, nos termos da ICVM nº 476/2009, a agência jamais havia recebido um único ofício de alerta, inspeção em sua sede ou sequer enfrentado algum procedimento iniciado pela CVM a fim de analisar sua aderência aos preceitos da

¹³¹ Doc. 0788713, fl. 33.

¹³² Ofício-Circular CVM/SIN 03/19, que trata das formas de envio de documentação pelos sistemas da CVM.



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

ICVM nº 521/2012 com viés educativo, o que veio a ocorrer com todas as demais agências.

216. Tendo isso em vista, a acusada alegou que a atuação da CVM no presente PAS vai de encontro aos estudos e opiniões nacionais e internacionais¹³³ para promover um ambiente de cooperação e cumprimento das normas pelos seus regulados, ao optar pelo caminho sancionador antes mesmo de promover qualquer orientação ao mercado sobre os limites da atuação das agências de *rating*.

217. Quanto à Maria Christina Maciel, a defesa sustentou que, por estar respondendo ao processo, única e exclusivamente, na qualidade de diretora responsável pela atividade de classificação de risco da LF Rating no período dos fatos apurados neste PAS, nos termos do art. 3º, inciso III, da ICVM nº 521/2012¹³⁴, e por ser considerada como centro de imputação de responsabilidade na lógica regulatória adotada pela CVM, todos os argumentos indicados nesta defesa com relação à LF Rating se aproveitam também à Maria Christina Maciel, devendo a mesma ser absolvida pelas mesmas razões de fato e direito.

218. Por fim, ressaltou que a LF Rating já foi penalizada pelos mesmos fatos apurados no presente Processo e que os efeitos da Proibição Temporária se fazem presentes até os dias atuais, esclarecendo que, embora o objeto principal da DCVM nº 796 tenha sido os indícios de irregularidade da primeira emissão de debêntures da Venture Capital Participações e Investimentos S.A (“VCI”), os fatos discutidos neste PAS também foram considerados no âmbito da proibição temporária.

219. Neste contexto, a defesa salientou que na data em que apresentaram recurso com pedido de efeito suspensivo à CVM (“Recurso”) face à proibição temporária imposta pela DCVM nº 796, em 01.08.2018, a peça recursal já alertava sobre possíveis efeitos negativos decorrentes da vedação de atuação em ofertas públicas com esforços restritos, nos termos da ICVM nº 476/2009, para os negócios da LF Rating. Segundo a acusada, no caso da LF Rating, tais ofertas públicas representavam, à época da apresentação do Recurso, mais de 70% de seu faturamento, razão pela qual a manutenção da proibição temporária pelo prazo de um ano, como inicialmente estipulado, potencialmente resultaria na descontinuidade em definitivo da atividade desempenhada pela agência.

220. Além disso, ressaltou o prejuízo reputacional que atingiu a LF Rating em razão da aplicação de punição antes mesmo da instauração de qualquer PAS, o que se deve, sobretudo, à centralidade da credibilidade profissional da empresa para o efetivo desempenho de suas funções. Por fim, pontuou que a situação foi agravada pelo decurso de tempo entre o deferimento da suspensão do efeito suspensivo

¹³³ Marcelo Trindade, Processo Sancionador na CVM: Limites e Possibilidades; Ian Ayres e John Braithwaite, *Responsive regulation: transcending the deregulation debate*.

¹³⁴ Art. 3º Para fins de obtenção e manutenção do registro na CVM, a agência de classificação de risco de crédito deve atender os seguintes requisitos: (...) III – atribuir a responsabilidade pelas suas atividades e pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução a um administrador, que possua todos os poderes necessários para representar a agência;



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

pelo Colegiado e a colocação em pauta do pedido principal do Recurso interposto pela acusada.

221. Somado a isso, a defesa ressaltou que, reconhecendo o caráter eminentemente excepcional das medidas impostas pela DCVM nº 796, o Colegiado da CVM reconheceu, no julgamento do recurso interposto pela Vórtx Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. contra a DCVM nº 796¹³⁵, que um cenário de dúvida razoável poderia revogar a medida cautelar que determinou a sua proibição temporária, decisão esta que, na ótica da acusada, deveria prevalecer em seu caso, à luz do princípio constitucional da isonomia. Não obstante, enquanto não se toma uma decisão definitiva com relação à Proibição Temporária, são instaurados procedimentos sancionadores em sequência.

222. Nesse sentido, a defesa requereu o imediato arquivamento do presente PAS com relação às defendentes, em observância ao princípio do *non bis in idem* ou, subsidiariamente, que as consequências sofridas pela LF Rating em decorrência da proibição temporária e a existência das circunstâncias atenuantes previstas nos incisos II e IV do art. 66 da então vigente ICVM nº 607/2019¹³⁶ fossem levadas em consideração na dosimetria de eventual sanção que o Colegiado entenda aplicável.

223. Pelo exposto, a defesa requereu que, em sede preliminar, seja reconhecida a conexão entre este PAS e os PAS RJ2018/7225¹³⁷ (“PAS VCI”) e RJ2018/8717¹³⁸ (“PAS Ano Bom”), de forma que todos fossem reunidos e julgados em conjunto, na forma do art. 5º-A, II, b, da DCVM nº 558¹³⁹.

224. No tocante ao mérito, pugnou pela absolvição dos defendentes com base no seguinte: (i) a análise elaborada pela LF Rating observou estritamente a metodologia aplicável; (ii) a agência empregou procedimentos adequados e razoáveis a fim de evitar que o Relatório Definitivo induzisse o usuário a erro quanto à situação creditícia da Emissora; (iii) os procedimentos utilizados estão em conformidade com o padrão exigido de uma agência de *rating* nas principais jurisdições que influenciaram a ICVM nº 521/2012; e (iv) as acusadas já foram penalizadas pelos fatos apurados neste PAS, justificando-se, ainda, a absolvição em homenagem ao princípio do *non bis in idem*.

225. Por fim, a defesa ressaltou que, caso o Colegiado entenda pela aplicação de nova penalidade, os efeitos da proibição temporária e as circunstâncias atenuantes previstas nos incisos II e IV do art. 66 da ICVM nº 607/2019, devem, ao menos, ser considerados para fins de dosimetria da pena.

¹³⁵ Conforme ata da reunião do Colegiado de nº 29, realizada em 31.07.2018.

¹³⁶ Art. 66. São circunstâncias atenuantes: (...) II – os bons antecedentes do infrator; (...) IV – a boa-fé dos acusados; (...).

¹³⁷ PAS CVM nº 19957.008816/2018-48.

¹³⁸ PAS CVM nº 19957.010958/2018-75.

¹³⁹ Art. 5º-A Os processos serão distribuídos por conexão quando: (...) II - nos casos de processos administrativos sancionadores: (...) b) as condutas avaliadas no âmbito dos respectivos processos estiverem ligadas por circunstâncias fáticas.



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

RAZÕES DE DEFESA DE ORLA¹⁴⁰

226. Preliminarmente, a referida acusada solicitou o não recebimento do TA por este Colegiado por suposta violação aos princípios da legalidade, clareza e objetividade, que regem o processo administrativo. Postulou que, não havendo descrição explícita acerca do enquadramento dos fatos que lhe foram atribuídos ao dispositivo legal, os argumentos ilustrados no TA não se mostram coerentes ao disposto no art. 37 da Constituição Federal¹⁴¹ e no art. 2º da Lei nº 9.784/1999¹⁴², fato que, sob a ótica da defendente, justificaria a rejeição do TA pela CVM.

227. Sustentou a defesa que, não obstante o TA indicar sua responsabilização por violação aos deveres de fiscalização e diligência, previstos, respectivamente, no art. 90, X, da ICVM nº 555/2014 e no art. 11, I, da ICVM nº 476/2009, a acusação estaria pautada em critérios primordialmente subjetivos e genéricos, não havendo conduta tipificada que lhe seja atribuível, como Intermediária Líder ou Administradora.

228. Assim, argumentou que a Acusação se funda em uma prática de mercado para suprir a ausência de descrição normativa da conduta, não restado claro o argumento e o método utilizado pela área técnica para definir a razão para condenação. Nesse sentido, a defesa arguiu que o art. 90, X, da ICVM nº 555/2014 é explícito em determinar a necessidade de fiscalização e diligência por parte do administrador de carteira e intermediário líder, conduta essa que alega ter efetivamente realizado.

229. A defesa também ressaltou que, na ausência de norma que defina objetivamente a diligência apropriada pela intermediária líder e a fiscalização eficaz pela administradora de carteira, não cabe à área técnica recorrer à interpretação extensiva para integração do dispositivo, sendo nítido, em sua concepção, a inobservância aos princípios constitucionais acima referidos e a arbitrariedade da área técnica em conduzir o Colegiado a erro.

230. Segundo a defesa, não há que se falar em conduta típica nem tampouco em lesão à norma e aos investidores, já que o ocorrido consiste apenas em uma discordância para com a postura dos debenturistas. A fim de corroborar a mencionada conclusão, pontuou que, mesmo que orientasse o Fundo a votar pela não concessão do *waiver*, ainda haveria possibilidade de configuração de conduta desidiosa por parte da Administradora, uma vez que isto decorre da generalidade semântica do dispositivo.

231. Sustentou, ainda, que o Termo de Acusação carece de elementos conclusivos quanto à autoria e

¹⁴⁰ Doc. 0789421.

¹⁴¹ Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e (...).

¹⁴² Art. 2º. A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência.



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

à materialidade das irregularidades constatadas, não apresentando as características essenciais exigidas pelo art. 2º, §2º, da DCVM nº 538¹⁴³. Em acréscimo, apontou para os princípios da impessoalidade e da moralidade, nos termos do art. 37 da Constituição Federal¹⁴⁴, que, associado a razoabilidade e proporcionalidade, dispostas no art. 2º da Lei nº 9.784/1999¹⁴⁵, evidenciariam que o TA não apresenta qualquer fundamento legal, empírico e concreto quanto ao cometimento de irregularidade, situação que enfraquece a pretensão acusatória e lastreia o pedido da acusada com vistas a extinção do PAS.

232. No tocante ao mérito, a acusada em questão defendeu que cumpriu, de forma efetiva, as normas referentes à diligência e à fiscalização, haja vista ter atuação proativamente na verificação da veracidade das informações e no controle da atuação dos gestores, não devendo ser condenada por ato alheio a sua vontade e dissonante de qualquer ordem que tenha eventualmente proferido.

233. Aduziu, ainda, que o Termo de Acusação apresenta uma não concordância com o investimento em si, o que deve ser desconsiderado, segundo a defesa, pela área técnica como um todo. Além disso, sustentou que *“inexiste obrigação de possuir um procedimento para divulgação de conflito de interesse, mas sim de divulgar, se assim existente, o que não ocorreu, não podendo a Acusada ser condenada por algo que hipoteticamente poderia ter ocorrido”*¹⁴⁶.

234. Defendeu também foram cumpridas as disposições do arts. 10¹⁴⁷ e 11 da ICVM nº 476/2009¹⁴⁸,

¹⁴³ Art. 2º Os indícios de atos ilegais ou violadores da regulamentação e de práticas não-equitativas no mercado de valores mobiliários serão apurados por meio de inquéritos administrativos. § 2º Quando qualquer das Superintendências da CVM considerar que dispõe de elementos conclusivos quanto à autoria e materialidade da irregularidade constatada, que permitam a formulação de acusação sem necessidade de instauração de inquérito administrativo, deverá formular termo de acusação, que independará de prévia aprovação do Superintendente Geral.

¹⁴⁴ Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: (...).

¹⁴⁵ Art. 2º. A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência.

¹⁴⁶ Idem.

¹⁴⁷ Art. 10. O ofertante deverá oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores.

¹⁴⁸ Art. 11. São deveres do intermediário líder da oferta: I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; II – divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores; III – certificar-se de que os investidores têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar a qualidade e os riscos dos valores mobiliários ofertados; IV – certificar-se de que o investimento é adequado ao nível de sofisticação e ao perfil de risco dos investidores; V – obter do subscritor ou adquirente do valor mobiliário a declaração prevista no art. 7º desta Instrução; VI – suspender a distribuição e comunicar a CVM, imediatamente, caso constatare qualquer irregularidade; VII – efetuar a comunicação prevista no art. 8º; IX – efetuar a comunicação prevista no art. 7º-A desta Instrução; X – adotar diligências para verificar o atendimento à condição para realização de oferta prevista no art. 4º-A desta Instrução; XI – certificar-se de que a oferta seja direcionada exclusivamente a investidores profissionais, em conformidade com o art. 2º desta Instrução; XII – assegurar que os limites previstos no art. 3º desta Instrução não sejam ultrapassados; XIII – adotar diligências para verificar o atendimento à condição para realização de oferta prevista no art. 9º desta Instrução; XIV – assegurar que as condições previstas no art. 9º-A, inciso



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

uma vez que houve efetiva verificação das informações tidas como verdadeiras, seja no tocante às condições da Emissão ou às partes envolvidas. Prova disso seria a realização de consulta dos sócios da EBPH, atestando diligência e zelo pela qualidade do investimento, visto que uma de suas garantias consistia na conversibilidade das Debêntures EBPH em participação societária na Emissora.

235. Nesse sentido, sustentou que a alegação de inexistência de comprovação por parte da área técnica somente fomenta a presunção de má-fé que lastreia pretensão acusatória, fato que se revela incompatível para com o ordenamento, uma vez que, com base no art. 113 do Código Civil¹⁴⁹, se presume a boa-fé.

236. Além disso, a acusada aduziu que, conforme se depreende do TA, as condutas que lhe foram imputadas decorrem de concepção subjetiva da área técnica acerca da qualidade do investimento, ressaltando, na respectiva oportunidade, que o Colegiado já se manifestou em sentido contrário, haja vista que o juízo material compete exclusivamente ao investidor. Em acréscimo, pontuou que este caso nem sequer gerou prejuízo e insucesso, pois o hotel está em pleno funcionamento e bem avaliado.

237. A acusada sustentou também que inexistente, no art. 11, I, da ICVM nº 476/2009, conduta tipificada que lhe seja atribuível, visto que empregou seus melhores esforços para atestar a suficiência das informações e, ainda que assim não fosse, a diligência, nos termos da norma que rege o intermediário líder, ocorreu de maneira correta. Ademais, em virtude da ausência de vinculação entre a acusada e a Emissora, restou estabelecido que, demonstrada a fiscalização, tal como consta nos documentos já apresentados, não há outra conduta que lhe fosse exigível.

238. Quanto à observância ao disposto no art. 29 da ICVM nº 558/2015¹⁵⁰, ressaltou que não procede a acusação de ausência de fiscalização quando da atuação da acusada como administradora de carteira, haja vista que, como apresentado em resposta ao Ofício nº 174/2018/CVM/SRE/GER-3, a atividade fiscalizadora, em consonância à norma citada, foi regularmente atendida, inexistindo hipótese de afronta ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014. Destacou que *“a acusada solicitou: a) Política de Gerenciamento de Risco; b) Verificou as condições operacionais da gestora; e c) Inexistiu desenquadramento dos fundos, demonstrando atendimento da política de gerenciamento com a política de investimento”*¹⁵¹.

239. A defesa alegou, ainda, que o art. 11, II, da ICVM nº 476/2009 determina a divulgação de eventuais conflitos de interesse, que, contudo, não se verificaram no caso concreto, não sendo razoável

I, e § 2º, sejam cumpridas; e XV – assegurar que a taxa prevista no Anexo IV da lei que trata da taxa de fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários foi paga pelo ofertante dos valores mobiliários nos termos do §3º do art. 8º (...).

¹⁴⁹ Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.

¹⁵⁰ Art. 29. O administrador fiduciário deve fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados em nome do fundo ou do titular da carteira administrada, de forma a verificar, no mínimo, que:

¹⁵¹ Doc. 0789421, fl. 13.



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

que a Acusação utilize tal argumento como um dos aspectos para julgar a sua conduta.

240. Por fim, a acusada solicitou o não recebimento do Termo de Acusação por parte do Colegiado pelo não preenchimento de seus requisitos essenciais, ante a inobservância do princípio constitucional da legalidade e a ausência de requisitos mínimos para sua constituição.

241. Posteriormente, em 12.05.2021, a Orla apresentou manifestação à CVM informando que está adotando todas as medidas e providências visando ao encerramento de suas atividades, o que, segundo sustentou, deve ocorrer em breve. Após contextualizar as razões que a levaram a tal decisão, as quais incluem o cancelamento, pela CVM, de seu credenciamento como administradora de carteiras de valores mobiliários, a Orla aduziu que: (i) foi publicada declaração de propósito, por exigência do Banco Central do Brasil (“BACEN”), com a finalidade de informar a intenção de alterar o seu objeto social, visando deixar de atuar enquanto instituição integrante do Sistema Financeiro Nacional (“SFN”); (ii) solicitou o cancelamento de seu credenciamento como agente de custódia perante a B3; (iii) obteve, em 23.04.2021, aprovação do Departamento de Organização do Sistema Financeiro do BACEN para o cancelamento de sua autorização para funcionamento, envolvendo a mudança de objeto social e alteração de sua denominação para Orla Empreendimentos S.A. (AGE de 10.11.2020).

242. Todavia, pontuou que este PAS se apresenta como uma pendência a ser resolvida e que, dentre as penalidades passíveis de serem aplicadas, previstas no art. 60 da ICVM nº 607/2019, a inabilitação para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385/1976 se mostra a mais gravosa. Assim, a requer que este PAS “*seja encerrado, apresentando, como contrapartida oferecida, a aplicação, a si mesma, em caráter permanente e definitivo, da penalidade mais gravosa*”¹⁵².

243. Ao analisar o pedido, a PFE¹⁵³ concluiu que o pedido não encontra respaldo jurídico e não pode ser acolhido diante dos precedentes da CVM¹⁵⁴ e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”)¹⁵⁵, pois “*não há justificativa para a extinção do PAS, em relação à companhia, simplesmente porque a pessoa a quem se imputa responsabilidade continua existindo, não havendo fato que possa ser invocado como causa de extinção da punibilidade*”.

244. Por fim, foi adotado o entendimento proferido pela PFE para indeferir o pedido apresentado pela Orla, concluindo que “*o presente PAS deve ter regular prosseguimento, tendo em vista que subsiste a personalidade jurídica da Acusada*”¹⁵⁶.

¹⁵² Doc. 1261476, fl. 5.

¹⁵³ Doc. 1303990.

¹⁵⁴ PAS CVM nº RJ2010/9129.

¹⁵⁵ Acórdão 3.979/2003 - Recurso 4320 - Processo 0001028976

¹⁵⁶ Doc. 1304619.



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

RAZÕES DE DEFESA DE LÚCIA PINTO¹⁵⁷ E PAULO LANDEIRA¹⁵⁸

245. Preliminarmente, os referidos acusados reiteraram a argumentação da Orla ao solicitar o não recebimento do Termo de Acusação pelo Colegiado da CVM, em razão da violação aos princípios do processo administrativo da legalidade, da clareza e objetividade.

246. Quanto a Lúcia Pinto, a defesa sustentou que o TA teve como fundamento suposta insuficiência de conhecimento por parte da acusada para exercício da função, além de falha no emprego da diligência necessária para condução da Oferta, respondendo a acusada juntamente com Intermediária Líder conforme determina art. 11, I, da ICVM nº 476/2009. Sustentou que não houve ausência de diligência por parte da intermediária líder e responsabilidade solidária da acusada, uma vez que “*o dispositivo legal é explícito em determinar uma obrigação ao Intermediário Líder, e não solidariamente à Diretora*”¹⁵⁹.

247. Ademais, apontou que a inconsistência da área técnica ao buscar penalizar uma conduta que não competia exclusivamente à acusada com base em “*uma suposta ausência de conhecimento, um critério absolutamente subjetivo e não pautado em norma legal exigível*”¹⁶⁰.

248. Em acréscimo, aduziu não ser possível identificar com clareza a ausência de diligência referida no TA, de modo que, não havendo norma definindo de maneira objetiva qual seria a diligência apropriada, a Acusação teria de realizar uma interpretação menos extensiva a fim de reconhecer, nos termos da amplitude factualmente prevista pela norma, que a dita diligência e averiguação das informações verdadeiras efetivamente ocorreu.

249. A defesa argumentou que a Acusação não delimita qualquer conduta direta da acusada que permita concluir ausência de fiscalização, de modo que há, segundo seu entendimento, clara intenção da Acusação de questionar a realização da Oferta e a atuação do intermediário mediante potencial inércia.

250. Quanto a Paulo Landeira, a defesa argumentou que o TA teve por fundamento suposta ausência de fiscalização, por parte do acusado, sobre terceiros contratados pelos fundos, incidindo reponsabilidade conjunta à administradora por inobservância do art. 90, X, da ICVM nº 555/2014. Ela alegou, contudo, que, enquanto a norma impõe responsabilidade somente à pessoa jurídica, o TA aplicou, indistintamente, a mesma acusação à empresa e ao seu diretor.

251. Nesse sentido, acrescentou que a Acusação extrai determinadas orientações do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº6/2014, uma vez que, inexistindo lei que determine os atos de fiscalização

¹⁵⁷ Doc. 0789425.

¹⁵⁸ Doc. 0789412.

¹⁵⁹ Doc. 0789425, fl. 5.

¹⁶⁰ Idem.



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

propriamente ditos, restam indicações e/ou atos genéricos costumeiros que devem ser observados, fato que, conforme disposto pela parte, veio efetivamente a ocorrer no caso concreto.

252. A defesa sustentou a inexistência de conduta típica imputada aos acusados, a partir das menções feitas pela Acusação a “*diligenciar informações completas a*” ou “*A Sra. Lúcia Cristina Rodrigues Pinto (...) sem demonstrar conhecimento do processo de distribuição de ofertas*”, “*fiscalizar de forma adequada*” ou “*fiscalização de documentos usualmente produzidos*”, e outros aspectos genéricos e sem a devida correlação com uma violação clara de uma norma pelos acusados. Lúcia Pinto acrescentou que a resposta da Orla destacou que ocorreu a verificação das condições da oferta e solicitação de documentos da Emissora, não havendo conduta desidiosa ou relapsa da Orla nem da acusada.

253. A defesa também alegou que a Acusação demonstrou sua não concordância com a não declaração do vencimento antecipado das Debêntures EBPH, e por tal fato, relacionando a condição da Emissora como sociedade com capital social baixo e outras questões genéricas, vinculou a figura dos acusados, na posição de diretora da intermediária líder e diretor da administradora, como relapsa, que não adotou critérios de diligência e fiscalização e que não possuem conhecimentos que sequer foram apontados.

254. Sustentou a defesa, no mesmo sentido da Orla, que o TA não deveria sequer existir, nos termos do art. 2º, §2º, da DCVM nº 538, destacando também os princípios da impessoalidade e da moralidade, previstos no art. 37 da Constituição Federal e no art. 2º da Lei nº 9.784/1999, alegando que o TA não apresenta qualquer fundamento legal ou empírico.

255. No tocante ao mérito, quanto ao disposto no art. 10 da ICVM nº 476/2009, Lúcia Pinto arguiu que “*inexiste ausência de diligência por parte da Intermediária Líder, e neste sentido, responsabilidade solidária da Acusada*”¹⁶¹ e que o disposto nos arts. 10 e 11 da ICVM nº 476/2009 foi cumprido, não havendo que se falar em tipicidade de suas condutas, tampouco de responsabilização solidária.

256. Nesse sentido, ressaltou que, conforme apresentado em resposta concedida nos autos do PAS CVM nº 19957.004744/2018-60, o procedimento de diligência de acordo com a norma foi regularmente atendido, ao passo que todas as informações atinentes à Oferta e tidas como verdadeiras foram, em verdade, verificadas pela Intermediária Líder, tal como exigido pelo padrão de conduta incidente.

257. No que concerne à observância ao disposto no art. 29 da ICVM nº 558/2015, Paulo Landeira defendeu que inexistiu ausência de fiscalização por parte da administradora pois, na forma como foi apresentada em resposta ao Ofício nº 174/2018/CVM/SRE/GER- 3, o procedimento de fiscalização, de acordo com a norma, foi regularmente atendido. Acrescentou que existe, no Termo de Acusação, uma

¹⁶¹ Idem.



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

discordância da Acusação frente ao investimento realizado e, posteriormente, à opção da acusada em não apresentar posicionamento contrário a concessão de *waiver* na operação.

258. Ainda neste âmbito, a defesa apontou, em linha com jurisprudência consolidada da CVM¹⁶², que compete tão somente ao investidor avaliar a qualidade do investimento e suas condições, obstando-se que as opiniões da área técnica sejam consideradas em casos de clara discordância da Acusação quanto à qualidade do Empreendimento, acrescentando que, no presente caso, não houve qualquer prejuízo ou insucesso ao negócio, que segue em pleno funcionamento.

259. Ademais, defesa aduziu que, tendo em vista a ausência de vinculação entre as gestoras de recursos dos fundos administrados e a Orla, não é factível inferir que seu diretor, Paulo Landeira, detinha participação nas aludidas sociedades, restando disposto que, embora a Acusação não concorde com ações dos Gestores, não é adequado responsabilizar o acusado por condutas de terceiros, pois efetivamente cumpriu com seu dever de fiscalização determinado por norma emitida pela própria CVM.

260. Quanto à responsabilidade dos acusados na posição de diretores estatutários, a defesa alegou a ausência de determinação normativa para qualquer conduta definida no Termo de Acusação face aos acusados, bem como a devida ocorrência de fiscalização nos termos legais, uma vez demonstrado que os procedimentos adotados pela intermediária líder e pela administradora eram satisfatórios de acordo com o art. 11, I, da ICVM nº 476/2009 e art. 29 da ICVM nº 558/2015, respectivamente. Considerando a estrita observância ao disposto nas referidas Instruções da CVM, a defesa alegou que há uma limitação da responsabilidade dos acusados, com base no art. 158 da Lei nº 6.404/1976.

261. Relativamente a Paulo Landeira, o acusado argumentou que, nos termos do art. 153 da Lei nº 6.404/1976¹⁶³, juntamente com a equipe de distribuição de valores mobiliários, realizou a fiscalização exigida pela norma, ressaltando que os atos da administradora são concretizados por uma equipe inteira, após diversas análises, deliberações e comitês internos, não havendo um único responsável.

262. Nesse sentido, Paulo Landeira sustentou que a imputação de responsabilidade foi precocemente presumida mediante simples verificação do cadastro relativo ao ocupante do cargo de diretor, restando estabelecido pela defesa que a aplicação de penalidade administrativa, considerando uma ausência de comprovação no curso do processo investigatório, é abusiva e ilegal, sendo cristalino o desejo punitivo por parte do setor técnico sem avaliar a absoluta ausência de conduta direcionada pelo acusado e, ainda, o cumprimento do que determina a norma face a administradora de carteira.

¹⁶² PAS CVM nº RJ2005/8510 e PAS CVM nº RJ2015/12087.

¹⁶³ Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.



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

263. Por fim, a defesa pugnou que o Termo de Acusação seja rejeitado pelo Colegiado da CVM, por meio da extinção de plano deste PAS, uma vez que não teria preenchido seus requisitos essenciais, ante a inobservância do princípio constitucional da legalidade, bem como a ausência de requisitos mínimos de constituição do TA.

RAZÕES DE DEFESA DE FMD GESTÃO (ATUAL FORNAX CONSULTORIA) E FÁBIO BARBOSA¹⁶⁴

264. Inicialmente, a defesa sustentou que o Termo de Acusação padece de vícios insanáveis, concluindo pela absolvição dos referidos acusados, pelos motivos elencados a seguir.

265. Em primeiro lugar, a defesa alegou que, em relação aos defendentes, nenhum dos requisitos necessários à configuração do tipo do ilícito administrativo de operação fraudulenta previstos no Item II, “c”, da ICVM nº 8/1979¹⁶⁵ foi preenchido, quais sejam, (a) utilização de artil ou artifício; (b) indução ou manutenção de terceiros em erro; e (c) intenção de obter vantagem ilícita para si ou para terceiros.

266. Nesse sentido, conforme abordado pela defesa, eventual responsabilização da acusada pela prática de operação fraudulenta estaria atrelada à cumulação dos referidos critérios, visto que, em linha de princípio à jurisprudência já consolidada pelo Colegiado¹⁶⁶, a configuração do ilícito pressupõe, obrigatoriamente, o elemento subjetivo do tipo: “*a individualização específica da conduta do agente e a verificação da presença do dolo ou, ao menos, de dolo eventual para a realização do ilícito*”¹⁶⁷.

267. Em seguida, a defesa destrinchou o não enquadramento de suas condutas aos elementos do tipo ilícito previsto no Item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, comprovando que nenhum dos três requisitos normativos exigidos para a caracterização de operação fraudulenta foi verificado.

268. Quanto ao primeiro elemento caracterizador do tipo em tela, isto é, a utilização de “artil ou artifício”, a defesa ilustrou, com base em precedentes da CVM¹⁶⁸, os fatos que justificam a configuração do ilícito em questão, quais sejam, “*os atos de inequívoca má-fé, tais como a aquisição de ativos sabidamente superfaturados e/ou a apresentação de documentos adulterados ou falsificados*”¹⁶⁹.

269. Nesse sentido, conforme fora alegado, o TA teria se limitado a apontar, de forma incompleta,

¹⁶⁴ Doc. 0798737.

¹⁶⁵ II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize artil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros; (...).

¹⁶⁶ PAS CVM nº 16/2002.

¹⁶⁷ Doc. 0798737, fl. 9.

¹⁶⁸ PAS CVM nº RJ2015/9909, PAS CVM nº RJ2015/2017, PAS CVM nº 16/2002, PAS CVM nº 02/2013 e PAS CVM nº SP2013/0210.

¹⁶⁹ Doc. 0798737, fl. 11.



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

subjetiva e carente de comprovação, suposta falta de diligência por parte dos defendentes, não havendo qualquer indício de má-fé de sua parte. Além disso, alegou que *“as debêntures contaram com a participação de agentes altamente qualificados e conhecidos no mercado de capitais, cujos documentos, até onde se tinha conhecimento à época, foram regularmente emitidos”*¹⁷⁰.

270. No tocante ao segundo elemento do tipo, de acordo com o qual a utilização do artilho ou artifício deve ter como objetivo induzir ou manter terceiros em erro, a defesa esclareceu ser necessário haver uma relação causal entre a fraude e o induzimento, fato este que, segundo suas alegações, não se verifica no caso concreto. Dessa forma, na ausência de fraude, por parte dos defendentes, que justifique tal relação de causalidade, apontou que a Acusação extrapolou ao sugerir lateralmente que teriam sido os cotistas dos fundos adquirentes das Debêntures EBPH aqueles induzidos e mantidos em erro, já que, em sentido contrário ao entendimento da Acusação, os acusados argumentam terem sido afetados pelos principais prejuízos decorrentes da Oferta.

271. Por fim, o terceiro e último elemento do tipo consistiria no objetivo de o infrator obter vantagem patrimonial para si ou para terceiros, devendo haver, para tanto, inequívoca demonstração da vantagem auferida pelo agente como resultado da operação, tal como entendimento consolidado da CVM¹⁷¹. A defesa destacou que o próprio TA ressalta a necessidade de comprovação da intenção de auferir vantagem por parte dos envolvidos, o que demonstra a incoerência da Acusação, pois não identificou o objetivo pretendido pelos defendentes.

272. Em segundo lugar, a defesa alegou a ausência de qualquer vantagem, ganho ou benefício por parte dos acusados com o investimento nas Debêntures EBPH, acrescentando, na ocasião, que todos os supostos benefícios apontados no TA dizem respeito a terceiros que não têm qualquer relação com os defendentes. A título de prova, mencionou a declaração proferida pelo Delegado da Polícia Federal responsável pela chamada “Operação Encilhamento” à publicação “Isto é Dinheiro”, de 27.04.2018, de que os títulos adquiridos pelos Fundos realmente foram emitidos de acordo com o procedimento burocrático exigido na legislação, sustentando não ser juridicamente possível qualquer imputação aos defendentes sem comprovação de relação destes com qualquer dos beneficiados descritos no PAS.

273. Argumentou-se, também, que esse posicionamento foi reiterado por meio do Memorando nº 36/2018-CVM/SRE/GER-3¹⁷², de 16.07.2018, referente à proposta de suspensão da Oferta das

¹⁷⁰ Idem.

¹⁷¹ PAS CVM nº RJ2015/9909.

¹⁷² “A investigação mostra o seguinte esquema: uma empresa de participações era criada pela organização criminosa. Embora com capital social baixíssimo e sem oferecer garantias, a empresa era autorizada a emitir debêntures, muitas vezes de centenas de milhões de reais, para investir em um projeto. Emitidas as debêntures, elas eram compradas por fundos de investimentos, cujas cotas eram emitidas pelos institutos de previdência, mediante pagamento de vantagens para pessoas



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

Debêntures EBPH, corroborando o entendimento da defesa de que o presente caso não satisfaz o elemento final do “esquema” apontado pela acusação e pela Polícia Federal em operações semelhantes, o que evidencia a descabida acusação por parte do setor técnico face aos acusados. Dessa forma, não seria adequado acusar de conluio em operação fraudulenta aqueles investidores ou respectivos gestores que não tenham auferido qualquer modalidade de ganho, benefício ou vantagem com o financiamento em questão, como é o caso dos defendentes, que, inclusive, foram prejudicados.

274. Argumentou, ainda, que a Acusação não produziu qualquer prova de que os defendentes tenham atuado em conluio com os demais acusados para a prática de uma operação fraudulenta, visto que o TA não demonstra quaisquer indícios de que os acusados tenham auferido ou pretendido auferir qualquer vantagem ou benefício com a operação, tampouco se comprovou a existência de arдил ou artifício por eles utilizados para induzir ou manter terceiros em erro. Acrescentou que, como comprovam as respectivas declarações de imposto de renda, totalmente abertas à CVM de forma transparente, não há qualquer incremento irregular de renda ou patrimonial dos defendentes no período.

275. Assim sendo, a defesa alegou que os defendentes atuaram em estrita observância aos deveres que lhes foram impostos pelas normas aplicáveis, tendo a Acusação incorrido em grave equívoco jurídico e regulatório ao considerar uma inexistente falta de diligência como elemento estrutural de indício suficiente para comprovar a participação dos defendentes em uma operação fraudulenta.

276. Em terceiro lugar, quanto à suposta falta de diligência na aquisição das Debêntures EBPH e monitoramento do ativo, a defesa sustentou que os acusados foram diligentes na aquisição dos ativos para carteiras dos fundos, tendo atuado em rigorosa conformidade com os mais elevados padrões de conduta exigidos à época dos fatos. Esclareceu, ainda, que o cumprimento do dever de diligência, previsto no art. 92, inciso I, da ICVM nº 555/2014, consistia em obrigação de meio e, portanto, se verifica pela averiguação da legalidade e conformidade dos procedimentos adotados.

277. Dessa forma, sustentou que, para eventual responsabilização dos gestores de fundos de investimento, não basta que determinada conduta tenha causado prejuízo ao patrimônio do fundo, mas sim que fique comprovado que a decisão da administração não tenha sido realizada com boa-fé e diligência, seguindo entendimento já manifestado pela CVM nesse sentido¹⁷³.

278. No âmbito da aquisição e monitoramento da Oferta, os defendentes alegaram que sempre pautaram suas atividades em estrita conformidade com seus deveres fiduciários de diligência e lealdade, atuando com os mais elevados padrões de conduta perante os cotistas dos fundos e o mercado em geral.

relacionadas aos fundos e aos institutos.”

¹⁷³ PAS CVM nº 25/03.



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

“Como informado em resposta a ofício previamente encaminhado pela CVM, a análise referente à aquisição das Debêntures foi objeto de um parecer de crédito emitido pelos Defendentes”¹⁷⁴, em que se concluiu que a operação constituía uma oportunidade de investimento, visto a remuneração do ativo, as garantias oferecidas e as perspectivas futuras quanto ao Empreendimento.

279. Nessa linha, sustentou a defesa que ficou comprovada a diligência pelos seguintes pontos:

- (i) “No âmbito das Debêntures, foram contratados players respeitados e de participação relevante no mercado de capitais brasileiro à época, os quais atestaram uma operação regular e ordinária”¹⁷⁵. Além disso, “todos os relatórios anuais do agente fiduciário e as atualizações do relatório de rating recebidos pelos Fundos indicavam uma operação em funcionamento normal, sem qualquer tipo de alerta ou suspeita que justificasse qualquer atuação extraordinária por parte dos Defendentes”¹⁷⁶;
- (ii) mínima representatividade dos valores das Debêntures comparativamente ao patrimônio sob gestão, visto que a Fornax foi gestora de um patrimônio líquido total de mais de R\$ 700 milhões, sendo que a operação objeto deste PAS representou um investimento de R\$ 25 milhões, ou seja, aproximadamente 3% do *asset under management* da gestora; e
- (iii) vencimento antecipado como um direito, e não obrigação.

280. Em seguida, a defesa rebateu cada um dos supostos problemas identificados na emissão apontados no Termo de Acusação, conforme resumidos a seguir.

(a) A acusação apontou que os Defendentes assumiram, em decorrência da decisão de investimento nas Debêntures EBPH, todos os riscos intrínsecos à Emissora

281. Quanto a esse ponto, a defesa alegou que a Emissora foi constituída com a exclusiva finalidade de adquirir participações societárias de sociedades ou fundos de investimentos que investissem em empreendimentos imobiliários, como consta de seu objeto social, para o qual a assembleia geral de acionistas da Emissora aprovou a emissão das Debêntures EBPH, que seria destinada para o financiamento de tais aquisições. Atualmente, segundo a acusada, prevalece o entendimento de que o capital social representa tão somente um valor que os acionistas, no momento da constituição, vinculam à consecução do objeto social da sociedade, não tendo sido apontado pelos acusados como um problema no momento da emissão das Debêntures EBPH.

¹⁷⁴ Doc. 0798737, fl. 20.

¹⁷⁵ Idem, fl. 5.

¹⁷⁶ Idem.



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

(b) Os defendentes não foram diligentes na avaliação dos ativos que seriam investidos pela EBPH

282. A propósito, a defesa argumentou que os acusados analisaram todos os documentos necessários publicamente disponíveis à época em relação ao Empreendimento e seus acionistas controladores diretos e indiretos, respectivamente o Hotel LSH e o FIP LSH. Segundo a defesa, a análise do empreendimento hoteleiro, além de todas as informações publicadas nos veículos de notícias, contou também com o estudo de viabilidade do projeto, relatório de *rating* e laudo de avaliação do Empreendimento.

283. Em relação ao Hotel LSH, a defesa esclareceu que a análise dos seus documentos ocorreu no âmbito dos atos societários levados a registro, bem como às certidões emitidas pelos órgãos públicos. A análise do FIP LSH, por sua vez, considerava as informações divulgadas ao mercado pelos seus prestadores de serviço, regularmente habilitados pela CVM para o exercício das respectivas atribuições.

284. A defesa sustentou que os acusados apenas tomaram conhecimento das questões enfrentadas pelo empreendimento hoteleiro e pelo fundo quando tais informações foram divulgadas pela imprensa, de modo que a acusada, utilizando recursos próprios e visando tomar as providências cabíveis, contratou um perito judicial para elaborar um laudo de avaliação do ativo, caso em que foi constatado que o valor do Hotel LSH superava o valor das Debêntures EBPH.

(c) Os defendentes não observaram, para a aquisição das Debêntures EBPH, as diretrizes previstas no Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 6/2014

285. A esse respeito, a defesa alegou que não houve inobservância dos preceitos nele previstos, mas do seu entendimento e aplicação à luz do caso concreto e específico, uma vez que “*a aplicação das práticas nele descritas deve ser sempre condicionada à análise das situações fáticas relativas aos investimentos de cada fundo*”¹⁷⁷. Nesse sentido, em se tratando de uma sociedade pré-operacional, diversos dos itens elencados pela CVM como necessários para a devida análise quanto à decisão de investimento não se aplicam. Além disso, as garantias outorgadas no âmbito da operação foram consideradas suficientes pelos defendentes pois seriam exequíveis em caso de inadimplemento por parte da Emissora, não constituindo um impeditivo para a realização da operação.

(d) Os defendentes não teriam sido diligentes, tendo em vista que todas as garantias outorgadas na operação estão diretamente relacionadas ao sucesso do empreendimento hoteleiro

286. Por fim, quanto a essa questão, a defesa sustentou que os acusados atuaram de modo informado, refletido e de boa-fé quando da decisão de investir os recursos dos fundos nas Debêntures EBPH. A defesa arguiu que todos os ativos integrantes do patrimônio da Emissora estavam vinculados à operação,

¹⁷⁷ Doc. 0798737, fl. 28.



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

incluindo o imóvel onde foi construído o Hotel LSH, avaliado em aproximadamente R\$ 400 milhões.

287. Assim, uma vez excutida a garantia fiduciária, os Fundos poderiam permanecer como cotistas do FIP LSH ou liquidar as cotas de emissão do FIP LSH mediante venda no mercado secundário, motivo pelo qual não cabe afirmar que as garantias outorgadas no âmbito da operação seriam inexequíveis em uma situação de inadimplemento. Além disso, alegou que as Debêntures EBPH representavam apenas cerca de 3% do patrimônio líquido total dos fundos sob gestão da acusada, de modo que, se o investimento se mostrasse infrutífero, as carteiras dos fundos não seriam comprometidas.

288. Ademais, argumentou que, após a aquisição das Debêntures pelos fundos, verificou-se que a Emissora teria descumprido a Cláusula III.7 da Escritura de Emissão, em decorrência da destinação dos recursos de forma diversa daquela prevista no referido documento, caso em que o agente fiduciário da Emissão notificou extrajudicialmente a Emissora, que, em 18.06.2018, apresentou proposta de quitação antecipada das Debêntures, o que foi rejeitado pela AGD em 27.07.2018, aprovando a concessão de *waivers* à Emissora com relação à destinação dos recursos e à não constituição do fundo de reserva nas condições previstas na Escritura de Emissão.

289. Tal situação foi interpretada pela Acusação no TA como um indício da atuação dos defendentes em conluio com os demais participantes da emissão para a realização de uma operação fraudulenta, o que, conforme exposto pela defesa, não merece prosperar, pois a decisão sobre vencer antecipadamente ou não um ativo é discricionária do gestor, não cabendo à CVM ou a qualquer terceiro se imiscuir no mérito das decisões discricionárias tomadas pelos participantes do mercado, conforme entendimento já manifestado pelo Colegiado da CVM¹⁷⁸.

290. A defesa também ressaltou que, ao contrário do que foi trazido pela Acusação, a Fornax manifestou, durante a AGD realizada em 13.06.2018, seu inicial interesse em vencer antecipadamente a dívida, situação que não se concretizou em virtude da apresentação de proposta de quitação de dívida pela Emissora, que deflagrou uma nova frente de possibilidades a serem analisadas pelos debenturistas e seus representantes. A referida proposta, contudo, foi posteriormente rejeitada, ao passo que não seria capaz de diminuir o risco de crédito em que o ativo se encontrava, pois consistia na entrega aos debenturistas dos ativos relacionados ao Hotel LSH e ao FIP LSH, o que significaria trocar posições equivalentes em termos de risco, sem uma melhora clara da posição do crédito e das garantias.

291. Por esse motivo, a Fornax entendeu que não era oportuno aceitar a proposta de quitação do ativo conforme apresentada pela Emissora.

¹⁷⁸ PAS CVM nº RJ2015/12087 e RJ2015/10677.



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

292. Por fim, a defesa aduziu que a concessão do *waiver* em relação à destinação dos recursos pelos debenturistas foi amplamente debatida por seus representantes, que concluíram que a destinação dos recursos tal como foi efetivada, não prejudicaria a solidez do ativo. Ao revés, entendeu, à época, que a concessão do *waiver* em relação à não constituição do fundo de reserva – vista como mais grave e prejudicial ao ativo –, somente foi concedida por prazo determinado e mediante a observância de uma série de pré-requisitos por parte da Emissora, que, no entanto, não foi capaz de honrar com os compromissos assumidos, o que levou os debenturistas a confirmar o vencimento antecipado automático das Debêntures EBPH em assembleia realizada no dia 18.02.2019.

293. Em quarto lugar, a defesa alegou a ausência de provas, visto que não foi juntado ao processo qualquer elemento de prova ou indício que amparasse a imputação aos defendentes de prática de operação fraudulenta, de modo que a acusação se baseia em uma hipotética falta de diligência por parte dos defendentes. Ressaltou também que o indício, por si só, não é suficiente para acusar e condenar um agente pela prática de um ilícito, conforme precedente da CVM¹⁷⁹, exigindo-se um conjunto de provas graves e convergentes capazes de convencer o julgador de que a conduta praticada pelo acusado teria ocasionado a prática do referido ilícito, o que, de acordo com a acusada, não ocorreu no presente caso.

294. A defesa argumentou que o único indício apontado pela Acusação teria sido uma suposta falta de diligência por parte dos defendentes na aquisição das Debêntures EBPH pelos Fundos e na defesa dos interesses dos cotistas para deliberar sobre o vencimento antecipado de tal ativo, sem que haja, contudo, qualquer elemento probatório do vínculo entre a conduta do agente e o resultado verificado pela Acusação, de modo que, havendo dúvida ou falta de indícios suficientemente robustos e capazes de suportar a acusação, prevalece o princípio da presunção de inocência, assegurado pela Constituição Federal, conforme entendimento do Colegiado da CVM¹⁸⁰. Também ressaltou que, como desdobramento do princípio da culpabilidade, são aplicáveis os princípios constitucionais da personalidade e da individualização da pena, que são, segundo o Colegiado, “*requisito para a imposição da sanção*”¹⁸¹.

295. Em quinto lugar, sustentou que o Termo de Acusação demonstra a indevida presunção absoluta de culpabilidade acerca de assuntos relacionados a RPPS e mercado de capitais, uma vez que este PAS teria como ponto estrutural a composição dos fundos de investimentos geridos pelos defendentes, que seriam formados por RPPS. De acordo com a acusada, tal visão ficou clara na proposta de audiência pública SDM nº 03/2018, em que a CVM propôs estabelecer certas medidas para disciplinar melhor a aplicação de fundos de investimento que possuam como cotistas, de maneira relevante, os RPPS.

¹⁷⁹ PAS CVM nº 22/94.

¹⁸⁰ PAS CVM nº 06/95.

¹⁸¹ PAS CVM nº 22/2005.



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

296. Em sexto lugar, a defesa argumentou que o histórico e reputação dos defendentes no âmbito da atividade de gestão de recursos de terceiros no mercado de capitais demonstra a incoerência da peça acusatória, uma vez que as certidões processuais atualizadas em nome dos defendentes são limpas, como confirmado por relatório da F. Ratings, que manifestou que todos os controles, procedimentos e quesitos analisados foram reputados consistentes e adequados.

297. Nesse sentido, a defendente esclareceu que “*desde o início da sua atividade como gestora de fundos de investimento a Fornax se preocupou na obtenção de rating de boa qualidade de gestão, tendo sido auditada ao longo dos anos por diferentes agências de classificação de risco, que atribuíram notas representativas de boa qualidade de gestão, determinada por um bom nível de gerenciamento e controles*”¹⁸², tendo recebido boas avaliações da F. Ratings. A defesa ressaltou que o rodízio entre as empresas de *rating* tinha por objetivo a elaboração de relatórios independentes e imparciais, abrindo seus controles ao mercado geral.

298. Além disso, quanto à alegação de que a irregularidade consistia em um *modus operandi* da gestora, na medida em que há outras ofertas com esforços restritos sob investigação da CVM, a defesa reputou ser infundada, ressaltando que se trata de oferta de debêntures de outra emissora, objeto de outro PAS, que ainda não foi julgado pela CVM.

299. Por fim, quanto à acusação de que a Fornax já respondeu a um processo no âmbito autorregulatório, movido pela ANBIMA, também relacionado às debêntures, a defesa aduziu que o Processo de Regulação e Melhores Práticas em momento algum apontou para a existência de uma operação fraudulenta e, mesmo com relação aos descumprimentos apontados, as partes mantiveram tratativas avançadas para a celebração de termo de compromisso.

300. Por fim, a acusada concluiu que eventual responsabilização da Fornax não sustenta a responsabilidade do administrador pessoa física, visto que essa, ao contrário do que se aplica às pessoas jurídicas, deve ocorrer com base em critérios pessoais e subjetivos, à luz de entendimento reiterado pela CVM¹⁸³. Dessa forma, mostra-se necessário mencionar, descrever e comprovar a participação pessoal da pessoa física no suposto ilícito administrativo, o que, conforme aludido pela defesa, não reputou concretizado no caso em questão, já que Acusação se desincumbiu da obrigação de demonstrar a existência de culpa ou dolo por parte do administrador pessoa física e tampouco demonstrou seu enquadramento nos elementos do tipo do ilícito administrativo de operação fraudulenta, limitando-se a replicar ao diretor responsável as mesmas considerações imputadas à Fornax.

¹⁸² Doc. 0798737, fl. 39.

¹⁸³ PAS CVM nº RJ2015/12087.



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

301. A defesa sustentou que foi atribuído ao próprio acusado, em uma injusta inversão do ônus da prova, a responsabilidade pela comprovação da sua inocência, cabendo a ele demonstrar que tomou todas as providências necessárias ao cumprimento de suas obrigações. Nesse sentido, a defesa alegou que “*o diretor empregou esforços cuidadosos, razoáveis e atuou com a diligência que dele se poderia esperar para assegurar o cumprimento de seu mandato regulamentar*”¹⁸⁴, evidenciando o histórico de acompanhamentos constante da situação dos fundos e das Debêntures EBPH.

302. Argumentou, também, que a suposta alegação de participação em operação fraudulenta para satisfação de interesses alheios aos cotistas dos fundos carece de plausibilidade, uma vez que, para além da ausência de relação societária e pessoal entre o acusado e os terceiros beneficiados, apontou que a conduta causou severos prejuízos a gestora na qual Fábio Barbosa figura como sócio e administrador.

303. Isso posto, os defendentes requerem o reconhecimento da improcedência integral da acusação com base nos seguintes argumentos: (i) ausência de requisitos suficientes para configuração do ilícito administrativo de operação fraudulenta, bem como de provas que justifiquem esta imputação; (ii) inexistência de vantagens auferidas pelos defendentes; (iii) observância dos padrões de diligência quanto à subscrição e à integralização das Debêntures EBPH, assim como no monitoramento dos ativos; (iv) indevida presunção absoluta de culpa em todos e quaisquer assuntos relacionados a RPPS e mercado de capitais; (v) incoerência da peça acusatória frente ao histórico dos defendentes; e (vi) carência de fundamentos para responsabilização da pessoa física.

RAZÕES DE DEFESA DE ÚNICA, ELLEVEN E BRIDGE GESTORA

304. Inicialmente, a defesa apresentou os processos de reestruturação societária e administrativa a que se submeteram as referidas acusadas, restando estabelecido que, em virtude da alienação da totalidade da participação societária dos antigos sócios da Bridge Administradora e da Bridge Gestora, realizada em maio de 2018, a Única conta, atualmente, com quadro societário totalmente distinto daquele observado à época da aquisição das Debêntures EBPH. Somado a isso, ressalta-se, o fato de que a Bridge Gestora estaria em fase de encerramento de suas atividades no mercado de valores mobiliários.

305. A defesa sustentou que a responsabilização dos atuais administradores por condutas pretéritas à reestruturação da Única representaria um risco adicional de tal sorte elevado que os custos de transação relacionados à reestruturação e de *players* responsáveis por ativos *distressed* se tornariam atividade inviável, com evidente prejuízo ao mercado de capitais brasileiro.

306. No mesmo sentido, a defesa pontuou que a atualmente denominada Elleven passou por similar

¹⁸⁴ Doc. 0798737, fl. 42.



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

reestruturação societária e administrativa a partir de agosto de 2018, apresentando, desta data em diante, composição do seu capital social completamente distinta daquela constatada à época das supostas condutas cuja apuração compõe o objeto deste PAS.

307. Isso posto, a defesa aduziu que, tendo em vista que a figura do diretor responsável visa assegurar, em nome da pessoa jurídica, o respeito às normas que lhe são aplicáveis, é imperioso que os sócios e diretores em exercício à época dos fatos sejam encarados como centros de imputação de responsabilidades, haja vista que, na inexistência de vontade própria por parte da sociedade, a criação dos núcleos de imputação, conforme reconhecido no Termo de Acusação e em decisões anteriores¹⁸⁵, tem a finalidade de personificar a responsabilidade pelos atos praticados.

308. Nesse contexto, a defesa ressaltou que os diretores e sócios anteriores das defendentes já se encontram arrolados no presente PAS e que a totalidade da participação societária da Única, Bridge e Elleven foram alienadas em maio e agosto de 2018, respectivamente, ou seja, após a aquisição das Debêntures EBPH, de modo os novos sócios e diretores tem se empenhado na recuperação de ativos existentes nos fundos administrados e/ou geridos pelas defendentes.

309. Além disso, argumentou-se que a recuperação de ativos se consubstanciou no pré-pagamento de debêntures VCI, também alvo de PAS e, portanto, a eventual imputação de responsabilidade a Única e/ou Bridge e/ou Elleven prejudicará a continuidade dos trabalhos, tendo em vista que os novos sócios dispenderam recursos significativos para aquisição das Debêntures EBPH, estão arcando com honorários advocatícios na recuperação dos ativos e terão de arcar com eventual punição decorrente do presente PAS, além de alegarem ter sofrido danos à imagem.

310. A defesa também salientou que não houve ausência de fiscalização do gestor pela Única, pois fiscalizou o serviço prestado pela gestora, quando da aquisição, uma vez que analisou o enquadramento da operação para carteira de investimentos do fundo e observou a nota atribuída pela Agência Classificadora de Risco, no caso, baixo risco de crédito, nota "A".

311. Destacou, ainda, que, ao passo que o Regulamento do Fundo, em seu art. 9º, I, limita a concentração por emissor em até 10% do patrimônio líquido em uma mesma companhia aberta, o fundo detinha uma posição de 4,166% em Debêntures EBPH¹⁸⁶, sendo notório que manteve a carteira enquadrada dentro dos limites de concentração normativamente estabelecidos.

312. Além disso, alegou não haver que se falar em falta de diligência por parte das defendentes

¹⁸⁵ PAS CVM nº RJ2010/9129.

¹⁸⁶ De acordo com a defesa, em fevereiro de 2018 o patrimônio líquido do Fundo TMJ IMA-B era de R\$ 206.051.608,42 e o percentual aplicado nas debêntures EBPH era de 4,166%, ou seja, R\$ 8.584.602,62.



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

enquanto gestoras, haja vista a ampla documentação capaz de embasar a decisão de investimentos e, conseqüentemente, atestar o cumprimento de seus deveres fiduciários para com os clientes.

313. O que houve, então, segundo a defesa, foi o descumprimento do art. 10, I e II, da ICVM nº 521/2012 por parte da LF Rating, que, ao atribuir a Classificação “A” à Oferta, induziu as defendentes a erro, de modo que não se reputa adequado que as defendentes sejam penalizadas por conduta antijurídica praticada por agente distinto, que falseou a percepção da qualidade do investimento e comprometeu a percepção das defendentes quanto à natureza do ativo adquirido.

314. Por fim, a defesa concluiu que não houve o descumprimento dos itens I e II, “c”, da ICVM nº 8/1979 pelas defendentes, tampouco infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014 pela Única, uma vez que não restaram configuradas as irregularidades imputadas as defendentes no TA. Requereu, portanto, a absolvição das defendentes quanto as alegadas irregularidades e o arquivamento do presente PAS.

RAZÕES DE DEFESA DE LEONARDO IESPA¹⁸⁷

315. Inicialmente, a defesa solicitou a rejeição da Acusação, por força do descumprimento material do requisito de procedibilidade previsto no art. 11 da DCVM nº 538/2008, tendo em vista que o Ofício nº 412/2018/CVM/SRE/GER-3 (“Ofício nº 412”) foi dirigido a Leonardo Iespa como representante da Elleven quando já não mais integrava a administração da gestora, pois sua saída perante a CVM consta datada de 27.08.2018. O acusado, então, sustentou que não lhe foi ofertada a oportunidade de prestar seus devidos esclarecimentos, fato que macula este PAS com nulidade.

316. A defesa também ressaltou que o acusado somente foi mencionado uma única vez pela Acusação, alegando que esta, a partir da constatação de um elemento comum entre a Oferta e operações diversas que não constituem objeto deste PAS, qual seja a aplicação de recursos de RPPS em títulos privados, incorreu na presunção de culpa de Leonardo Iespa, não havendo provas concretas de conluio, senão a mera existência de outro PAS instaurado contra o defendente, tendo por objeto as debêntures VCI¹⁸⁸.

317. A defesa alegou que a gestora da qual o acusado era sócio e responsável realizou o investimento com diligência e cuidado, tomando por base os relatórios de *ratings*, de *due diligence* jurídica e de avaliações disponíveis, sendo todos elaborados por firmas idôneas. Além disso, sustentou que todos os elementos disponíveis apontavam para a regularidade do investimento e para perspectivas concretas de obtenção de retorno financeiro satisfatório frente aos riscos que se apresentavam.

318. Nesse sentido, aduziu que a acusação de fraude carece de elementos que a sustentem, não sendo

¹⁸⁷ Doc. 0799166.

¹⁸⁸ PAS CVM nº RJ2018/7225.



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

admissível que a superveniente falta de lucratividade seja tida como indício da prática de um ilícito. O acusado defendeu que a aplicação nas Debêntures EBPH foi deliberada com apoio em parecer próprio e em relatório de *rating* emitido pela LF Rating e que o acompanhamento do ativo foi feito diligentemente, com o monitoramento acerca da qualidade e capacidade de execução das garantias.

319. Ademais, a defesa justificou a postura favorável à aquisição do ativo à luz dos elementos da época, já que todas as informações disponíveis sobre o investimento atestavam sua conveniência. Em acréscimo, arguiu que o Empreendimento se encontra operacional e premiado, sendo o imóvel em que foi construído avaliado em torno de R\$ 400.000.000,00. Por fim, ressaltou-se que todas as garantias previstas na escritura de emissão foram devidamente constituídas e formalizadas.

320. Segundo a defesa, é consolidado o entendimento de que a configuração dos ilícitos previstos na ICVM nº 8/1979 sempre pressupõe o dolo específico do agente, conforme precedentes da CVM e do CRSFN¹⁸⁹, sustentando que não há como imputar a penalidade ao acusado porque não há nos autos qualquer prova de que tenha dolosamente praticado as condutas neles tipificadas, advindo a imputação da mera existência de PAS anterior envolvendo RPPS e a emissão de títulos privados que apresentariam alto risco, segundo a Acusação. Nesse sentido, a defesa alegou que, sem elementos suficientes para caracterizar a culpabilidade do acusado, deve-se recorrer ao princípio constitucional da presunção de inocência, conforme entendimento da CVM¹⁹⁰.

321. O acusado sustentou, ainda, que é aplicável ao presente PAS, como já manifestado pela CVM¹⁹¹, a doutrina do *business judgment rule*, que consiste na presunção *juris tantum* de que os atos praticados pelo administrador foram realizados de maneira diligente, desinteressada, independente e de boa-fé, impossibilitando que ele seja responsabilizado pela sua prática, desde que observados determinados requisitos. Nessa seara, acrescentou-se que tal doutrina foi positivada pelo art. 159, §6º, da Lei nº 6.404/1976, que, salvo em caso de ilegalidade, fraude ou conduta *ultra vires*, faculta ao julgador excluir a responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu em prol dos melhores interesses da companhia, fato que se aplicaria ao acusado na qualidade de administrador de carteira da Elleven.

322. Por fim, a defesa solicitou a decretação de nulidade deste PAS em relação ao acusado, à luz do descumprimento do art. 11 da DCVM nº 538/2008 pelo Ofício CVM nº 412, que, mesmo apontado em boa-fé e tempestivamente, não foi corrigido, resultando na sonegação da oportunidade de prestar esclarecimentos. Além disso, se superada a nulidade, solicitou o deferimento de prova oral,

¹⁸⁹ Acórdão CRSFN 11.434/15, 375ª sessão, PAS CVM nº 06/07 e PARECER/CVM/SJU nº 002.

¹⁹⁰ IA CVM nº 15/97.

¹⁹¹ PAS CVM RJ nº 2005/1443.



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

consubstanciada no depoimento de testemunha e a improcedência da acusação formulada contra o acusado, com a sua integral absolvição.

RAZÕES DE DEFESA DE ALBERTO ROCHA¹⁹²

323. Em primeiro lugar, o acusado, apontado pela Acusação como antigo diretor da Bridge Administradora, atualmente denominada Única Administração, pontuou que não mais integra seu quadro de diretores desde 10.11.2017, tendo se afastado completamente das atividades da empresa a partir de tal data. Desse modo, destacou que as razões de defesa levam em consideração tão somente o material cujo conteúdo foi disponibilizado, além das suas lembranças, não tendo acesso às discussões tidas à época quanto ao ativo que é o cerne deste PAS e aos documentos e outras informações pertinentes aos fatos descritos no Termo de Acusação.

324. Nesse sentido, a defesa destacou que, à época dos investimentos objeto deste PAS, o acusado não ocupava a posição de diretor responsável pela gestão de recursos, alegando que a acusação de realização de operação fraudulenta no mercado de capitais não é baseada em qualquer ação ou omissão de sua parte, mas tão somente da suposta posição que este ocupava como diretor. Ressaltou, ainda, que toda a experiência do acusado com fundos de investimento se deu na qualidade de administrador fiduciário, e nunca como gestor de recursos.

325. Nesse sentido, o acusado esclareceu que, na data em que os fundos Tower Bridge e Tower Bridge II teriam realizado as operações de investimento, 15.09.2016, a Bridge Administradora era regida por contrato social que lhe atribuía, na posição de diretor, responsabilidade pela administração fiduciária de carteira, de tal forma que a conduta que lhe fora imputada não decorre de obrigação que este tenha assumido de forma estatutária, mas de equívoco no sistema de cadastro da CVM.

326. Argumentou o acusado que era lhe era vedado, como administrador fiduciário, participar de qualquer forma da área de gestão de recursos da Bridge Administradora, conforme determinado pelo art. 4º, §3º, da ICVM nº 558/2015, de modo que não atuou em qualquer etapa na tomada de decisão de investimento no ativo objeto da acusação. Nesse contexto, também alegou que, ainda que o investimento tenha sido realizado de forma irregular, a responsabilidade por tal ação há que ser atribuída a outro diretor estatutário. Por fim, requereu o arquivamento deste PAS quanto à imputação de responsabilidade acerca dos atos supostamente praticados pela área de gestão de recursos da Bridge Administradora e sua absolvição quanto à acusação.

327. Quanto à imputação de responsabilidade ao acusado, em conjunto com a Bridge Administradora,

¹⁹² Doc. 0788678.



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

por infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, em razão da prestação de serviços de administração fiduciária ao TMJ IMA-B, cuja gestão competia à TMJ Capital, a defesa ressaltou que os atos de investimento teriam ocorrido entre 29.06.2016 e 01.02.2018, restando disposto que “*ao prover a empresa com processos, procedimentos, equipe qualificada para a prestação de todos os serviços inerentes à atividade de administração fiduciária, incluindo a responsabilidade pela supervisão de terceiros contratados pelo fundo de investimento administrado*”¹⁹³, Alberto Rocha não faltou com seu dever de diretor.

328. A defesa alegou que a aquisição do ativo realizada em fevereiro de 2018 ocorreu após o desligamento do acusado do quadro societário e de diretores da Bridge Administradora, razão pela qual deve ser afastada qualquer responsabilidade do acusado quanto a essa operação de investimento. Ressaltou também que, quando da participação dos fundos em AGDs, um dos fundamentos que levam a acusação a imputar responsabilidade pela supervisão dos serviços prestados pelo gestor, ocorreu no ano de 2018, também após o desligamento do acusado da Bridge Administradora, sustentando que todos os atos praticados pelo gestor nessas assembleias devem ser desconsiderados para fins de avaliação de eventual responsabilidade quanto à fiscalização desse prestador de serviços.

329. O acusado sustentou que a Bridge Administradora desempenhou o dever de fiscalização imposto aos administradores fiduciários, de modo que não se sustenta a sua imputação com base na condição de diretor responsável pela atividade de administração fiduciária em quatro das aquisições do ativo feitas pelo TMJ IMA-B. Alegou que a Bridge Administradora não deixou de supervisionar os serviços prestados pelo gestor, tendo se certificado de que o investimento em questão era compatível com o mandato outorgado pelos cotistas do TMJ IMA-B ao gestor.

330. Nesse sentido, a defesa aduziu que, após criterioso processo de checagem quanto à tomada de decisão do investimento, a Bridge Administradora entendeu que a decisão foi tomada segundo critérios estabelecidos e avaliados pela gestora, não lhe cabendo discutir o mérito da decisão em si. No mesmo contexto, defendeu que os cotistas, ao escolherem o prestador de serviços de gestão do fundo, autorizam e confiam que a escolha dos ativos que irão compor sua carteira será feita pelo gestor, não incumbindo ao administrador avaliar o mérito de cada decisão de investimento.

331. Além disso, a defesa discorreu sobre os procedimentos realizados pela Bridge Administradora¹⁹⁴, alegando que esta não identificou as inconsistências apontadas no Termo de Acusação, mas certificou-se que todos os critérios pertinentes ao investimento foram analisados, e que, portanto, “*a TMJ Capital,*

¹⁹³ Doc. 0788678, fl. 9.

¹⁹⁴ Doc. 0788678, fl. 11 e 12.



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

*enquanto gestora e única responsável pelas decisões de investimento, optou pela aquisição do ativo ciente e concordando com todos os riscos pertinentes*¹⁹⁵.

332. Sustentou, ainda, que não é dever do administrador fiduciário questionar as conclusões tomadas pelo gestor e inibir a operação de investimento, o que seria intervir na decisão e ferir a relação de confiança dos cotistas para com o fundo, conduta esta que já foi rechaçada pela CVM em manifestação anterior, posicionando-se, inclusive, no sentido de que não cabe ao órgão regulador questionar o mérito das decisões de investimento tomadas pelos participantes de mercado¹⁹⁶.

333. Desta forma, ressaltou que a Bridge Administradora, enquanto administradora fiduciária, certificou-se que a decisão tomada pela TMJ Capital levou em consideração todas as peculiaridades do ativo e que o investimento era uma operação permitida pela regulamentação vigente e do fundo, além de ter monitorado de forma constante o investimento após sua realização, de modo que, por consequência, os serviços confiados à Bridge foram prestados de forma regular.

334. A defesa também destacou que a operação foi avaliada por outros *players* relevantes que prestavam serviços ao fundo de forma remunerada, estabelecendo que, na respectiva ocasião, não houve qualquer óbice quanto à realização do investimento por parte dos referidos agentes.

335. Ademais, alegou que a controladoria do fundo TMJ IMA-B era exercida, à época dos fatos, pelo Banco B., que, independentemente de prévia verificação realizada pela Bridge Administradora, poderia proceder a uma nova análise autônoma e independente, visto que as operações de investimento somente eram implementadas após aprovação formal do controlador. Isso posto, o acusado alegou que, tendo em vista que a avaliação do Banco B. não apresentou qualquer percalço ao prosseguimento do investimento, não lhe caberia conduta distinta da que fora efetivamente praticada, sob pena de interferência indevida em competência delegada a terceiros pelos próprios cotistas.

336. Quanto às situações atinentes aos atos que somente ganharam publicidade após a realização das operações de investimento e a saída do acusado da sociedade, a defesa argumentou não ser adequado que tais informações sejam consideradas relevantes para fins de imputação de responsabilidade ao gestor e ao administrador, pois foram disponibilizadas ao mercado em data posterior a tomada de decisão.

337. A defesa alegou, ainda, que não há descrição quanto a qualquer conduta ou ato irregular que teria sido praticado pelo acusado no Termo de Acusação, tendo sido apenas mencionado, de forma impessoal, atos que teriam sido praticados pela administradora do Fundo. Desse modo, sustentou que a Acusação

¹⁹⁵ Idem, fl. 13.

¹⁹⁶ PAS CVM nº RJ2005/8510 e PAS CVM nº RJ2015/12087.



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

se limitou a estender aos diretores a responsabilidade pelas supostas falhas praticadas pela sociedade, sem buscar destacar qualquer ato pessoal passível de punição à pessoa física do administrador.

338. Pontuou que foram adotados procedimentos suficientes para fiscalização dos serviços prestados pelo gestor, e que, *“ainda que haja a conclusão de que a decisão do administrador quanto a se satisfazer com as informações e documentos fornecidos tenha sido equivocada, trata-se no limite de falha pontual, não podendo o ato falho em si ser considerado como de natureza institucional”*¹⁹⁷.

339. O acusado alegou que, na qualidade de diretor da Bridge Administradora, determinou e coordenou a implementação e o aperfeiçoamento de uma série de políticas a fim de assegurar o pleno atendimento da empresa às normas que lhe foram impostas, sustentando, em linha de princípio com os precedentes desta CVM¹⁹⁸ e com o art. 158 da Lei nº 6.404/1976, a isenção de sua eventual responsabilidade, ao passo que, recorrendo a procedimentos que pudessem inibir a prática de atos irregulares pela sociedade, entende ter demonstrado a prudência de sua atuação, inexistindo comprovação de culpa ou dolo quanto a quaisquer suas condutas.

340. Por fim, o acusado requereu a sua absolvição quanto as condutas delineadas nos Itens I e II, “c”, da ICVM nº 8/1979, considerando sua absoluta ilegitimidade para responder por atos praticados pela área de gestão de recursos da Bridge, e quanto à suposta infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, dada a inexistência de qualquer infração cometida pela Bridge, bem como por não haver qualquer conduta individualizada imputada, indício de autoria ou prova que demonstrem a participação do acusado nas supostas infrações apuradas.

RAZÕES DE DEFESA DE JOSÉ OLIVEIRA¹⁹⁹

341. Inicialmente, a defesa alegou que nenhum fato ou ato narrado no TA que possa vir a ser caracterizado como ilícito administrativo diz respeito a qualquer conduta que foi ou deveria ter sido praticada pelo acusado. Segundo a defesa, a atividade de administração fiduciária exercida pela Bridge, da qual o acusado ocupou, no período de 10.11.2017 a 23.05.2018, a função de diretor responsável pela administração de carteiras, não se confunde com a atividade de gestão discricionária da carteira dos fundos exercida pelas gestoras.

342. Dessa forma, a defesa aduziu que cabe exclusivamente ao gestor, sem qualquer controle ou supervisão prévia do mérito de suas decisões por parte do administrador fiduciário e/ou de qualquer outro prestador de serviços dos fundos de investimento, todos os poderes úteis, necessários e suficientes

¹⁹⁷ Doc. 0788678, fl. 21.

¹⁹⁸ PAS CVM nº RJ2005/8510 e PAS CVM nº 08/2004.

¹⁹⁹ Doc. 0788223.



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

para negociar os ativos, valores mobiliários e disponibilidades integrantes da carteira dos fundos geridos.

343. Tal argumento lastreia-se pelo princípio da separação do credenciamento como administrador de carteira de valores mobiliários em administrador fiduciário e gestor de recursos consagrado pela ICVM nº 558/2015, de modo que, segundo a defesa, não há que se falar em imputação de responsabilidade ao acusado, então diretor da Bridge Administradora, por atos que não integravam seu escopo de atuação.

344. Nesse sentido, a defesa alegou que todos os procedimentos, diligências, regras e controles internos adotados pela administradora fiduciária e pelo acusado em relação aos fundos não poderiam impedir que as gestoras, especificamente a TMJ, aplicassem os recursos dos fundos na aquisição das Debêntures EBPH. Isso posto, reputou que qualquer responsabilidade decorrente desta aplicação somente pode ser reputada às gestoras, pois a decisão sobre quais ativos compõem a carteira dos fundos, seus preços de aquisição e de venda, são o núcleo da atividade de gestão discricionária e, por isso, dentro do âmbito de responsabilidade exclusiva do gestor da carteira.

345. A defesa argumentou que as gestoras tomaram, no âmbito de sua competência e responsabilidade exclusiva, decisões de investimento que, em que pese estarem adequadas ao seu mandato e ao regulamento dos fundos, poderiam corroborar prejuízos aos fundos. Alegou-se, então, que a responsabilidade do acusado não decorre do fato de que a Bridge deveria ser um *gatekeeper*, impedindo as ações regulares das gestoras, já que, ao contrário do que dispõe a Acusação, sua função consiste, em verdade, na fiscalização e garantia do cumprimento das leis, normas e regulamentos.

346. Segundo a defesa, não cabia à Bridge discutir os critérios com as gestoras, visto que as decisões de gestão apenas incumbiam as últimas, sendo o papel da Bridge, na figura de fiscalizadora da gestão, confirmar se esta era realizada em conformidade ao que foi determinado pelos cotistas no regulamento dos fundos e à legislação pertinente.

347. Nesse sentido, a defesa alegou que o exercício das atividades pela Bridge e as sucessivas operações realizadas pelos fundos sob sua gestão demonstram que o acusado sempre agiu corretamente dentro do que lhe competia, estruturando o modelo de fiscalização dos gestores contratados pelos fundos sob sua administração. Dessa forma, sustentou que a imputação de responsabilidade ao acusado seria manifestamente ilegal e contrária aos princípios da presunção de inocência, imparcialidade, isenção de ânimos da administração pública e devido processo legal assegurados pelo ordenamento jurídico.

348. Adicionalmente, alegou que os autos não trazem qualquer prova de que o acusado teria participação na prática de eventuais ilícitos administrativos, tampouco provas de que teria estruturado a administradora para agir de forma errônea, restando demonstrado por passagens extraídas do próprio TA que as ações da Bridge Administradora apresentam forma idônea. Logo, a defesa entendeu que o acusado



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

só é arrolado como parte ré neste PAS por força de conclusão decorrente de mero “dever de ofício”.

349. Nessa esteira, a defesa concluiu que, uma vez que não foi descrito qual conduta do acusado contribuiu decisivamente para a prática de ilícito administrativo e, principalmente, como ele teria, com dolo direto, específico e objetivo, praticado esta conduta antijurídica, pode-se concluir que a acusação manifestada no Termo de Acusação carece de um elemento básico e fundamental para que seja possível a imputação responsabilidade administrativa: a descrição da conduta típica, antijurídica e culpável. Portanto, segundo a defesa, a tentativa de imputar ao acusado, à época diretor da Bridge Administradora, a mesma penalidade administrativa eventualmente cabível à instituição administradora fiduciária está em total e completo desacordo com ordenamento jurídico brasileiro.

350. A defesa sustentou que o acusado, como diretor da Bridge, não poderá ser penalizado unicamente pelo exercício regular de suas funções, tendo em vista que, ao agir dentro dos limites das funções para as quais foi nomeado, manifesta a vontade da sociedade, e não a do próprio diretor. Dessa forma, punir o diretor sem a comprovação de qualquer participação, dolo ou culpa em eventuais atos ilícitos seria fazer do ocupante do cargo do diretor um alvo, o que violaria os princípios da legalidade, presunção de inocência e razoabilidade.

351. A defesa pugnou pela impossibilidade de considerar qualquer eventual decisão que venha a se mostrar desacertada e/ou de apontar eventual falha pontual na cadeia de operações de uma empresa do porte da Bridge, como ato ilícito do diretor responsável pela administração de carteiras. Isso porque, segundo a acusada, o diretor de uma empresa tem o direito de confiar no trabalho e nas informações prestadas por outros profissionais da empresa.

352. Desse modo, sustentou que apenas um único profissional, o acusado, não poderia planejar, organizar, coordenar, dirigir e executar diretamente o trabalho de uma organização, alegando que seria antijurídico que qualquer decisão ou falha em qualquer lugar da empresa fosse apontada como evidência de cometimento de atos ilícitos pelo diretor.

353. A defesa aduziu que, sob a liderança do acusado, foram desenvolvidos e adotados pela Bridge diversos controles internos que comprovam o atendimento do dever de diligência do acusado no que se refere à fiscalização do gestor, como reconhecido pelo próprio TA. Além disso, alegou que não existe nos autos do presente PAS nenhum fundamento de fato ou razão de direito que tenham provado qualquer participação do acusado em possíveis ilícitos administrativos, de modo que não seria possível imputar penalidades administrativas sem comprovação de culpa do acusado, conforme precedente da CVM²⁰⁰.

²⁰⁰ PAS CVM nº RJ2003/0426.



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

354. Por fim, a defesa sustentou que não há a fraude alegada pela Acusação, uma vez que o objeto final do investimento foi atingido, através da construção do Hotel LSH, e que também não haveria fraude se a operação do Hotel LSH não produzir recursos suficientes para suportar o pagamento das Debêntures EBPH, pois ter-se-ia um caso de inadimplemento, risco usual de mercado, devidamente considerado quando da emissão das Debêntures EBPH e pelas gestoras, quando das aplicações.

355. Concluiu a defesa ser improcedente a acusação de infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014.

RAZÕES DE DEFESA DE SÉRGIO LIMA²⁰¹

356. Em primeiro lugar, a defesa alegou que o acusado, apontado pela Acusação como antigo diretor da Bridge Gestora, não mais integra seu quadro de diretores desde 11.06.2018, tendo se afastado completamente das atividades da empresa a partir desta data. Desse modo, destacou que as razões de defesa levam em consideração tão somente o material cujo conteúdo foi disponibilizado, além das lembranças do acusado, não possuindo acesso às discussões tidas à época quanto ao ativo que é o cerne deste PAS, e aos documentos e outras informações pertinentes aos fatos descritos no TA.

357. Preliminarmente, a defesa solicitou o não recebimento do Termo de Acusação pelo Colegiado da CVM, por meio da extinção do PA de plano, em razão da violação aos princípios do processo administrativo da legalidade, da clareza e objetividade, dada a “ausência de um apontamento claro quanto um fato que possa corroborar para uma suposta afronta ao texto normativo descrito no Termo de Acusação”²⁰². Além disso, alegou que não há em momento algum, no TA, descrição explícita do enquadramento dos fatos apurados na investigação e que seriam atribuíveis especificamente ao acusado, inexistindo conduta fraudulenta, tendo o acusado sido mencionado apenas quatro vezes no TA.

358. A defesa sustentou que o Termo de Acusação teve como fundamento, para a sua arguição, conduta atinente a uma ação de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, conforme determina o Item I da ICVM nº 8/1979, e ação fraudulenta à luz do Item II, “c”, além da omissão quanto à ausência de diligência e verificação das condições da Oferta. Ademais, esclareceu que os argumentos trazidos no Termo de Acusação não apresentam concordância para com o disposto no art. 37 da Constituição Federal e no art. 2º da Lei nº 9.784/1999 e nos incisos do seu parágrafo único.

359. A defesa argumentou, quanto à Bridge Gestora, que os argumentos trazidos pela Acusação são genéricos, abrangendo indistintamente a diversos acusados, inexistindo qualquer conduta própria, diretamente ligada à essa empresa, que possa levar à conclusão quanto a efetiva infração aos Itens I e II,

²⁰¹ Doc. 0788736.

²⁰² Idem, fl. 3.



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

alínea c da ICVM nº 8/1979.

360. A defesa aduziu que a simples posição de diretor não demanda a necessidade de conhecimento, pelo acusado, de todos os atos praticados pela sociedade, de modo que a afirmação de que esse teria conhecimento e participado de infração cometida pela pessoa jurídica, tão somente em função do exercício de seu cargo, viola o princípio da razoabilidade. A propósito, argumentou que os atos da gestora são concretizados por uma equipe inteira, após diversas análises, deliberações e comitês internos compostos por especialistas no mercado financeiro, não havendo um único e exclusivo responsável.

361. Dessa forma, a defesa, embasada pela discordância da Acusação quanto às premissas e à efetiva decisão tomada pelos gestores no regular exercício de suas funções, sustenta que as imputações decorrem unicamente da decisão de investimento tomada pelos gestores e do cargo ocupado pelo acusado, qual seja o de diretor da Bridge Gestora, revelando, assim, a inobservância do setor técnico aos princípios da razoabilidade e proporcionalidade.

362. A defesa ainda destacou que a CVM já se posicionou, inclusive, no sentido de que não cabe ao órgão regulador questionar o mérito das decisões de investimento tomadas pelos participantes de mercado, não sendo de sua competência adentrar às minúcias das decisões tomadas pelo gestor²⁰³.

363. Também ressaltou que há uma clara intenção da Acusação de questionar a decisão de investimento, por questionar o resultado econômico da operação, com base em informações que se tornaram públicas ou de fatos que ocorreram após a tomada da decisão de investimento. Nesse sentido, sustentou a arbitrariedade da Acusação em conduzir e procurar induzir o Colegiado da CVM em erro, uma vez que não se pode condenar o acusado, na condição de diretor da gestora e com todo um respaldo técnico de uma equipe, pelo entendimento da Acusação.

364. Ademais, a defesa alegou que os argumentos utilizados não têm qualquer vinculação com afronta a normativo legal, de modo que a Acusação não delimita qualquer conduta do acusado e que leve efetivamente a concluir um conluio com a Emissora. Acrescentou que o acusado não ocupava a posição de diretor da Bridge Gestora nas Assembleias de Debenturistas mencionadas no Termo de Acusação, uma vez que se desligou da empresa em 11.06.2018.

365. Nesse sentido, a defesa sustentou que o Termo de Acusação não ostenta características essenciais de existência, como determinado pelo art. 2º, §2º, da DCVM nº 538, pois não há elementos conclusivos quanto a autoria e materialidade da irregularidade constatada, não há violação legal, não há conduta reprovável e “*não há observância a princípio constitucional, pelo que o Termo de Acusação, segundo a*

²⁰³ PAS CVM nº RJ2005/8510 e PAS CVM nº RJ2015/12087.



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

*própria norma da CVM, não deveria envolver de forma alguma o Acusado*²⁰⁴.

366. A defesa alegou a ausência dos elementos essenciais da infração descrita no texto normativo que fundamenta uma fraude ao mercado pelo acusado, sustentando que a Acusação deveria ter se pautado por conceitos claros e objetivos. A defesa correlacionou a norma que tipifica a operação fraudulenta, o Item I, “c”, da ICVM nº 8/1979, com o crime de estelionato previsto no art. 171 do Código Penal²⁰⁵, para fundamentar seu argumento de que não houve conduta do acusado capaz de se encaixar na norma.

367. Nesse sentido, sustentou que não houve utilização de qualquer instrumento ardiloso, simulação, fraude documental, não podendo a análise do investimento ser considerada como meio ardiloso para cometimento de uma fraude, inexistindo utilização de ferramenta destinada especificamente em lesar o mercado financeiro. Também alegou que não ocorreu a manutenção de terceiros em erro, visto que a decisão do investimento se deu em observância ao mandato outorgado à Bridge Gestora, que adquiriu ativo elegível, emitido de forma regular. Por fim, argumentou que não há uma conduta do acusado delineada no Termo de Acusação, tampouco qualquer comprovação de alguma vantagem recebida.

368. Dessa forma, aduziu que não há qualquer imputação de ato praticado pelo acusado que o levasse a buscar a obtenção de qualquer vantagem ilícita, visto que o acusado apenas recebeu sua remuneração e demais benefícios oferecidos pela sociedade, enquanto diretor da Bridge Gestora.

369. Por fim, a defesa requereu o não recebimento do Termo de Acusação pelo Colegiado da CVM quanto ao acusado, pelo não preenchimento de seus requisitos essenciais, considerando as questões prejudiciais de mérito, ante a inobservância do princípio da legalidade e a ausência de requisitos mínimos de constituição do Termo de Acusação, bem como a ausência dos elementos essenciais para consubstanciar a alegação de operação fraudulenta. Também requereu a absolvição do acusado quanto a infração a ele imposta, prevista na ICVM nº 8/1979, com fundamento na ofensa ao princípio da legalidade, proporcionalidade e razoabilidade pelo Termo de Acusação, considerando a ausência de conduta contrária à norma legal, e que inexistem elementos de materialidade alegados pela Acusação.

RAZÕES DE DEFESA DE JOSÉ VIEIRA²⁰⁶

370. Inicialmente, o acusado esclareceu que não possuía a Certificação de Gestores da ANBIMA (“Certificado CGA”), razão pela qual foi comunicado pela Terra Nova que, no segundo trimestre de 2016, seria substituído da função de sócio e diretor responsável pela gestão de fundos de investimentos.

²⁰⁴ Doc. 0788736, fl. 9.

²⁰⁵ Art. 171. Obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento.

²⁰⁶ Doc. 0788271.



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

Informou que nos três primeiros meses de 2016 recebeu da Terra Nova um salário de R\$ 5.000,00, não tendo recebido mais nenhuma remuneração como diretor a partir de abril do mesmo ano, tampouco recebeu participação de lucros como sócio minoritário, uma vez que detinha 1,00% do capital social da Terra Nova, representada por 1.800 cotas no valor de R\$ 1.800,00.

371. Em seguida, o acusado destacou que foi informado pela Terra Nova, em junho de 2016, que um novo gestor, que possuía o Certificado CGA, seria contratado, e que a substituição como sócio e diretor seria imediatamente formalizada, de modo que W. F. C., a partir de 13.06.2016, seria o único responsável pelas operações de compra e venda de ativos para a carteira dos fundos.

372. Em razão da referida substituição, o acusado alegou que não frequentou mais as dependências da Terra Nova, a pedido dos sócios majoritários, a partir de 01.07.2016, pois não participaria mais da gestão dos fundos de investimento. Ressaltou, ainda, que *“a Terra Nova não iria realizar nenhuma operação na carteira dos Fundos até que fosse realizada a atualização social no cadastro da CVM do diretor responsável pela área de gestão da empresa, imediatamente após feita a alteração societária”*²⁰⁷.

373. Nesse contexto, o acusado alegou que os sócios majoritários da Terra Nova, em conjunto com W. C., novo gestor, realizaram a operação de compra das Debêntures no valor de R\$ 292.609,80, em 20.09.2016, sem a sua ciência e participação como gestor ou diretor na época, sustentando que estes quebraram o acordo com ele firmado de bom senso e de boa conduta ética, agindo de má fé, uma vez que a operação foi realizada sem antes ter ocorrido a alteração do contrato social. Argumentou, ainda, que a Terra Nova só realizou a alteração societária em 13.12.2016, quando foi retirado da sociedade através da cessão e transferência por venda das suas cotas do capital social para o sócio G. L. I. de L.

374. O acusado sustentou que não participou da reunião do comitê de crédito relativa à operação de compra das Debêntures para a carteira do Terra Nova, realizada no dia 20.09.2016, conforme apresentado em documento anexo²⁰⁸, tendo a ata do comitê sido assinada apenas por um único membro, o gestor responsável pela operação, W. C., que também foi responsável pela emissão da carta de ofício feita em 07.06.2018 em resposta ao Ofício nº 167/2018/CVM/SRE/GER-3. Acrescentou que também não participou de nenhuma AGD realizada posteriormente a data de aquisição e que não conhece nenhum dos diretores da Emissora.

375. Ademais, o acusado acrescentou que a Terra Nova enviou para a CVM o formulário exigido pela ICVM nº 558/2015, emitido em 29.03.2017, em que prestou informações sobre a estrutura da empresa com data base em 31.12.2016, informando que ele era o diretor responsável perante a CVM pela área de

²⁰⁷ Idem, fl. 3.

²⁰⁸ Doc. 0788275, fl. 4.



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

Administração e Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários. Segundo alegou, o correto seria indicar que o W. C. era o responsável pela área de gestão desde 01.07.2016, como documentado²⁰⁹.

376. Por fim, o acusado alegou que a Terra Nova tem a obrigação moral e legal de corrigir os erros materiais relativos à alteração do contrato social e as respectivas informações prestadas no formulário de 29.03.2017. Além disso, sustentou que a Terra Nova e W. C. devem ser responsabilizados em conjunto no âmbito da aquisição das Debêntures EBPH.

RAZÕES DE DEFESA DE INTRADER E EDSON HYDALGO²¹⁰

377. Preliminarmente, a defesa alegou que Edson Hydalgo não é parte legítima para figurar no polo passivo da Acusação, uma vez que este nunca ocupou, segundo a defesa, o cargo ou função de diretor responsável pela administração fiduciária da Intrader, não possuindo os requisitos mínimos para seja responsabilizado nos termos do art. 4º, inciso III, da ICVM nº 558/2015.

378. Inicialmente, a defesa informou, em resposta ao Ofício nº 171/2018/CVM/SRE/GER-3, que a fiscalização da FMD Gestão, na qualidade de prestadora de serviços de gestão de carteiras do Fundo Iluminatti, era baseada na verificação da carteira de valores mobiliários do Fundo, garantindo que o patrimônio líquido fosse alocado preferencialmente em direitos de crédito. Contudo, ressaltou que as informações prestadas estavam incompletas, “em decorrência de má interpretação do quanto lhe fora solicitado”²¹¹, apresentando o processo para a fiscalização de prestadores de serviços nesta defesa.

379. Quanto a contratação da FMD Gestão pela Intrader, a defesa alegou que a Acusação se vale de conceitos incompletos para fundamentar suas argumentações, pois o administrador fiduciário que não possui registro específico para gerir recursos de terceiros não pode exercer a função de gestor de recursos, como é o caso da Intrader. Nesse sentido, a defesa sustentou que a relação jurídica entre administrador fiduciário e gestor de recursos não é de delegação de competências, como definido pela Acusação, mas trata-se de uma relação jurídica de contratação, com base na ICVM nº 558/2015.

380. Segundo se argumentou, a Intrader é habilitada perante a CVM para a prestação de serviços apenas na categoria de administrador fiduciário, de modo que a contratação da FMD Gestão não decorre de uma decisão sua, mas sim de determinação regulatória, uma vez que não tem a habilitação necessária para que possa prestar diretamente os serviços de gestão de carteiras ao fundo. De acordo com o entendimento da PFE no Ofício-Circular nº 10/2015/CVM/SIN, é obrigatório o registro do gestor de carteiras de FIDC.

²⁰⁹ Doc. 0788276.

²¹⁰ Doc. 0752552.

²¹¹ Doc. 0752552, fl. 4.



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

381. A defesa alegou que, para o cumprimento do seu dever de fiscalização de prestadores de serviços, à época dos fatos a Intrader já havia instituído uma Política para Seleção, Contratação e Monitoramento de Prestadores de Serviços (“Política de Contratação”), que objetiva avaliar a capacidade do prestador de serviços em cumprir as normas legais, de regulação e melhores práticas.

382. Sustentou, ainda, que a contratação de prestação de serviços por parte da Intrader, conforme previsto na ICVM nº 558/2015, é realizada mediante prévia avaliação das empresas especializadas, adotando-se procedimentos de seleção e avaliação do prestador de serviços. No âmbito da contratação de gestores de recursos, a defesa ressaltou que “*a área de Administração de Recursos e seu Diretor são responsáveis por verificar a experiência do gestor para a estratégia de investimentos adotada, bem como avaliar sua estrutura de gestão de recursos*”²¹².

383. Nesse sentido, a defesa argumentou que a Intrader conduziu uma *due diligence* prévia à contratação da FMD Gestão, em atenção à sua Política de Contratação, de modo que avaliou quesitos objetivos e subjetivos que demonstraram sua aptidão para a prestação dos serviços aos fundos de investimento administrados pela Intrader. Além disso, alegou que a Intrader impôs à FMD Gestão a apresentação de documentos necessários para a comprovação de que as rotinas e procedimentos estabelecidos para o gerenciamento de riscos na aquisição de ativos de crédito estavam sendo efetivamente observados, apresentando e-mails anexos.

384. Quanto à aquisição das Debêntures EBPH, a defesa sustentou que a Intrader solicitou à FMD Gestão uma série de documentos como forma de comprovação do cumprimento das providências necessárias para a devida avaliação do ativo e gerenciamento dos riscos relacionados ao investimento. Alegou que a Intrader tomou as providências para se assegurar que a FMD Gestão avaliou as informações relevantes para o entendimento da operação pretendida e dos riscos associados.

385. Em relação aos limites da fiscalização do prestador de serviços, a defesa alegou que as acusações se constituem em meras conjecturas generalizadas, não servindo como embasamento jurídico para comprovar que a Intrader violou o art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, tendo em vista que, segundo a defesa, a Acusação somente destaca no Termo de Acusação algumas opiniões a respeito da forma como acredita que o administrador fiduciário devesse agir no caso concreto, porém, não cumpre com o seu dever institucional de individualizar os fatos e expor quais foram as comprovadas falhas no dever de fiscalização de terceiros contratados imputadas à Intrader.

386. Nesse sentido, a defesa sustentou que há uma imputação de obrigações “esperadas” pela

²¹² Doc. 0752552, fl. 7.



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

Acusação e uma imputação objetiva de responsabilidade, sem demonstração direta de quais falhas inerentes ao exercício das atividades de administrador, comprovadamente, a Intrader incorreu.

387. Em relação ao dever de diligência do administrador fiduciário quanto ao portfólio do FIDC, a defesa argumentou que o administrador fiduciário não é responsável pela estratégia de investimento do fundo e nem pela verificação dos lastros dos direitos creditórios que integram a carteira do fundo. No entanto, nos termos do art. 29, inciso I, da ICVM nº 558/2015, o administrador fiduciário tem a obrigação de verificar os limites e condições estabelecidos na regulação e no regulamento do fundo.

388. A defesa destacou a diligência da Intrader, ao identificar a violação do regulamento pelo gestor, ao adquirir as debêntures de um mesmo emissor em percentual acima do permitido pelo Regulamento e, ainda, comunicar a CVM e os cotistas do fundo sobre esse fato, como reconhecido pela própria Acusação²¹³. Nessa esteira, a defesa esclareceu que surge a necessidade de fiscalizar os prestadores de serviço contratados pelo fundo, adotando medidas de vigilância capazes de coercitivamente garantir a correção da conduta destes, sendo que tal dever de fiscalização não se traduz em garantia do ente fiscalizados perante os prejudicados pelo ente fiscalizado, como entende a CVM²¹⁴.

389. No que tange aos procedimentos para a fiscalização da FMD Gestão, a defesa alegou que estes estão submetidos a constante avaliação, buscando aprimorar as rotinas que possam prevenir a ocorrência de situações potencialmente prejudiciais aos fundos de investimento e seus cotistas. Quanto a esse ponto, a defesa entendeu que a Acusação errou ao afirmar que a Intrader deveria ter interferido na matéria, que era de competência da FMD Gestão.

390. A defesa sustentou, portanto, que o apontamento realizado pela FMD Gestão acerca dos riscos relacionados à entrega do hotel e ao cenário político econômico devem ser entendidos como *“uma evidência de que a avaliação do investimento considerou todas as variáveis relevantes, e não somente aquelas que pudessem se mostrar mais favoráveis à aprovação da operação nos fóruns competentes”*²¹⁵.

391. Nesse sentido, a defesa argumentou que não cabe à própria CVM se imiscuir no mérito dessas decisões, tendo em vista a liberdade que deve ser assegurada ao gestor para adotar a estratégia de investimento que considere mais acertada, conforme precedente da CVM²¹⁶. Dessa forma, alegou que a Intrader não poderia imiscuir-se no mérito aprofundado dessas decisões de investimento, partindo da premissa que o gestor agia de boa-fé, sustentando que agiu conforme esperado quando ocorreu um

²¹³ Parágrafos 191 e 192 do Termo de Acusação.

²¹⁴ PAS CVM nº RJ2013/5456.

²¹⁵ Doc. 0752552, fl. 14.

²¹⁶ PAS nº RJ2015/12087.



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

descumprimento do regulamento do Fundo.

392. A defesa concluiu que a resposta genérica da Intrader à solicitação de manifestação prévia levou a Acusação a cometer o mesmo equívoco da acusação no PAS CVM nº RJ2013/5456, ou seja, considerou-se que o descumprimento pelo gestor do FIDC Illuminati das suas atribuições seria o suficiente para fazer presumir o descumprimento da Intrader de seu dever de fiscalização de terceiros contratados automaticamente, de modo que a Acusação não comprovou qualquer falha nos procedimentos de fiscalização que poderia embasar a condenação.

393. Por fim, a defesa sustentou que a Intrader, como administradora do FIDC Illuminati, cumpriu com seu dever de monitorar a FMD Gestão, aduzindo que algumas operações, em que a FMD Gestão buscou adquirir outros direitos creditórios para integrar a carteira do fundo, não foram executadas em razão da diligência da Intrader no monitoramento das atividades da FMD Gestão, sendo que “a Intrader solicitou à FMD Gestão a apresentação dos documentos necessários para que pudesse comprovar que o ativo pretendido passou pela análise da gestora antes da aquisição com recursos do fundo”²¹⁷.

394. A defesa requereu, portanto, a extinção deste PAS sem julgamento de mérito em relação ao Edson Hydalgo, por não ser parte legítima para responder pelos fatos que lhe foram imputados, e o indeferimento da acusação quanto a Intrader e, caso não acolhida a preliminar, também a Edson Hydalgo.

VI. PROPOSTAS DE TERMO DE COMPROMISSO

395. Alguns dos acusados manifestaram, ao final de suas peças de defesa, interesse em apresentar propostas de celebração de Termo de Compromisso (“TC”).

(i) FMD Gestão e Fábio Barbosa

396. Os acusados apresentaram proposta de TC²¹⁸, em 31.07.2019, por meio da qual se comprometeram a pagar à CVM, individualmente, e em única parcela, R\$ 25.000, totalizando R\$ 50.000,00. Fábio Barbosa, individualmente, também “propõe a (i) cancelar sua habilitação para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários (Instrução CVM nº 558/2015); (ii) abster-se de atuar no mercado de capitais, direta ou indiretamente, em atividades relacionadas à administração de carteiras de valores mobiliários, seja como sócio, funcionário, empregado ou colaborador, pelo prazo de 05 anos, contando a partir da data de publicação do presente termo de compromisso no sítio eletrônico da CVM; e (iii) abster-se de solicitar nova habilitação para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários pelo prazo mínimo de 05

²¹⁷ Doc. 0752552, fl. 16.

²¹⁸ Doc. 0810262.



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

anos”, contando a partir da data de publicação do termo de compromisso no site da CVM.

397. Ao analisar a proposta de TC, a PFE²¹⁹ concluiu que a apresentação de proposta indenizatória exclusivamente à CVM não atende ao requisito legal fixado no art. 7º, II, da Deliberação CVM nº 390/01, uma vez que os prejuízos sofridos pelos cotistas do RPPS são reconhecidos pelo TA e, conseqüentemente, passíveis de mensuração.

398. Em deliberação ocorrida em 05.11.2019, o Comitê de Termo de Compromisso (“CTC”)²²⁰ sugeriu ao Colegiado da CVM a rejeição da proposta, decisão²²¹ que foi tomada em 17.12.2019.

(ii) Alberto Rocha

399. O acusado apresentou proposta de TC, em 31.05.2022, por meio da qual informou que não mais atua no mercado de capitais e ofereceu pagamento de contrapartida no valor de R\$ 50.000,00 para cada um dos PAS²²² em que figura como acusado, totalizando R\$ 150.000,00, e de R\$ 25.000,00 em relação ao PA em etapa pré-sancionadora²²³, além de ter se comprometido a não mais voltar a atuar no mercado, pelo prazo de 10 anos.

400. A PFE, manifestando-se²²⁴ sobre o presente caso, concluiu pela existência de óbice jurídico à celebração do TC, haja vista a ausência de correção da irregularidade.

401. O CTC, em reunião realizada no dia 27.09.2022²²⁵, sugeriu ao Colegiado da CVM a rejeição da referida proposta, fato que efetivamente se concretizou por meio de reunião ocorrida no dia 06.12.2022, ocasião em que este Colegiado decidiu, por unanimidade, pela ausência de requisitos de conveniência e oportunidade que justifiquem a celebração do ajuste.

(iii) Intrader e Edson Hydalgo

402. Os acusados apresentaram, em 05.06.2019, proposta de TC²²⁶, pela qual se comprometeram a (i) pagar o valor total de R\$ 63.000,00, sendo a Intrader responsável pelo pagamento de R\$ 55.000,00 e Edson Hydalgo responsável pelo pagamento de R\$ 8.000,00; e (ii) revisar e implementar novas rotinas de fiscalização de prestadores de serviço, provendo o treinamento necessário a seus colaboradores.

²¹⁹ Doc. 0857004.

²²⁰ Doc. 0897786.

²²¹ Doc. 0917566.

²²² PAS nº 19957.010223/2019-22, 19957.008143/2018-26 e 19957.008816/2018-48.

²²³ Processo Administrativo Investigatório nº 19957.009530/2018-80

²²⁴ Doc. 1608549.

²²⁵ Doc. 1620622.

²²⁶ Doc. 0773263.



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

403. A PFE²²⁷, ao analisar a proposta, opinou pela possibilidade de celebração do TC, exclusivamente quanto aos requisitos legais pertinentes, “*desde que, previamente à celebração do termo, seja verificada a adequação da proposta no que concerne à suficiência da indenização, em virtude da gravidade das infrações imputadas e o efetivo desestímulo a práticas semelhantes, na esteira do disposto no art. 8º, §4º, da Deliberação CVM 390/2001*”.

404. Em deliberação ocorrida em 05.11.2019, o CTC²²⁸ decidiu propor ao Colegiado da CVM a rejeição da proposta e, em 17.12.2019, o Colegiado decidiu²²⁹ pela rejeição da proposta de TC apresentada, acatando o parecer do CTC.

(iv) Argus e Maria Christina Maciel

405. As acusadas apresentaram, em 01.10.2020, proposta conjunta de TC²³⁰, no qual se comprometem a assumir obrigação pecuniária individual no valor de R\$ 30.000,00, em parcela única, o que resulta no montante de R\$ R\$ 60.000,00 para o encerramento dos seguintes processos: (i) IA CVM 19957.006702/2019-44; (ii) IA CVM 19957.007904/2019-11; (iii) PA CVM 19957.006298/2018-28; (iv) PA CVM 19957.006871/2018-01; (v) PA CVM 19957.002813/2019-81; (vi) PA CVM 19957.004801/2018-19; (vii) PAS CVM 19957.010958/2018-755; (viii) PAS CVM 19957.008816/2018-486; (ix) PAS CVM 19957.008143/2018-267; (x) PA CVM 19957.007913/2019-02; e (xi) PA CVM 19957.004658/2019-38.

406. No TC, as acusadas propõem, ainda, o afastamento definitivo de (a) Argus do mercado de valores mobiliários e (b) Maria Christina Maciel de atividade de direção de agência de *rating*.

407. Ao analisar a proposta, a PFE²³¹ concluiu que, quanto aos requisitos objetivos, há óbice jurídico à celebração de TC com Argus e Maria Christina Maciel, por ausência de correção da irregularidade.

408. O CTC, em deliberação ocorrida em 14.01.2021, decidiu propor²³² ao Colegiado da CVM, relativamente à proposta conjunta e global de TC apresentada, o abaixo apresentado:

²²⁷ Doc. 0857004.

²²⁸ Doc. 0897786.

²²⁹ Doc. 0917566.

²³⁰ Doc. 1123158.

²³¹ Doc. 1157413.

²³² Doc. 1223898.



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

409. O Colegiado, em 01.04.2021, acompanhando a conclusão do parecer do CTC, deliberou²³³: (i) rejeitar a proposta de TC apresentada com relação aos PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, 19957.010958/2018-75 e 19957.008143/2018-26, e aos PA 19957.007904/2019-11 e 19957.006702/2019-44; e (ii) pelo não conhecimento da proposta apresentada com relação aos PA 19957.004801/2018-19, 19957.002813/2019-81, 19957.006871/2018-01, 19957.007913/2019-02, 19957.004658/2019-38 e 19957.006298/2018-28.

410. Em 22.08.2023, Maria Christina Maciel apresentou nova proposta de celebração de TC²³⁴ global com vistas ao encerramento de dez processos em cursos, dentre os quais foi incluído este PAS. Nessa esteira, propôs, como contrapartida, a obrigação de afastar-se, pelo período de 10 anos, do exercício de todas as atividades de que trata a Lei nº 6.385, a fim de cessar, principalmente, sua participação em atividade de direção de agência de classificação de risco.

411. A PFE, por sua vez, emitiu parecer²³⁵ acerca da Proposta em 13.09.2023, reportando, na ocasião, a persistência de óbice jurídico para celebração do TC, à luz do não cumprimento da obrigação referente à indenização dos prejuízos causados, em descumprimento ao art. 11, II, da Lei nº 6.385/1976.

412. A Proposta foi submetida, nos moldes do art. 84, § 1º, da RCVM nº 45, à apreciação do Colegiado, que, por unanimidade, acompanhando às razões expostas²³⁶ por esta Diretora Relatora, decidiu pelo não conhecimento²³⁷, haja vista a intempestividade do pedido e a ausência de conveniência e oportunidade para sua celebração.

²³³ Doc. 1250963.

²³⁴ Doc. 1871225.

²³⁵ Doc. 1897969.

²³⁶ Doc. 1914171.

²³⁷ Doc. 1920786.



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

VII. DISTRIBUIÇÃO, NÃO CONEXÃO, PEDIDOS DE PRODUÇÃO DE PROVA E PAUTA PARA JULGAMENTO

413. Na reunião do Colegiado de 13.08.2019²³⁸, fui designada como relatora deste PAS.

414. Em 27.07.2023, indeferi pedido de produção de provas formulado no âmbito deste PAS²³⁹, decisão essa que foi objeto de recurso, apreciado pelo Colegiado durante na reunião²⁴⁰ de 14.02.2023, que, por unanimidade, acompanhou o voto²⁴¹ desta Relatora, pelo indeferimento do recurso²⁴².

415. Na mesma oportunidade²⁴³, foi apreciado o pedido de reconhecimento de conexão entre este PAS, o PAS VCI e o PAS Ano bom, formulado pelas acusadas Argus e Maria Christina Maciel, em razões de defesa, como acima já referido. A propósito, o Colegiado também decidiu, por unanimidade, pelo não reconhecimento da alegada conexão, tendo inclusive considerado, em consonância com o voto desta Relatora, que houve perda de objeto do pedido de reconhecimento da conexão, uma vez que o mérito da arguição já havia sido previamente analisado e rejeitado pelo Colegiado no PAS VCI.

416. Em 24.11.2023, foi publicada pauta de julgamento no diário eletrônico da CVM²⁴⁴, conforme o disposto no art. 49 da RCVM nº 45/2021.

417. Adicionalmente, em 07.12.2023, o acusado Leonardo Iespa protocolou nova petição acerca da instrução deste PAS, alegando que o depoimento prestado por R.S.R., no âmbito de ação indenizatória ajuizada pelo Acusado em face da BRB DTVM²⁴⁵, constituiria fato novo, a demonstrar a ausência de dolo em sua conduta e cujo exame seria imprescindível para o deslinde deste caso.

418. Por sua vez, em 11.12.2023, os acusados Fábio Barbosa e FMD Gestão encaminharam memorial conjunto, de forma a ratificar a base argumentativa já disposta em suas razões de defesa e sustentar a relevância do depoimento acima mencionado para o exame da conjuntura fática em discussão.

419. Em 13.12.2023, os acusados Edson Hydalgo e Intrader protocolaram peça conjunta de

²³⁸ Doc. 0818899.

²³⁹ Doc. 1567022.

²⁴⁰ Doc. 1746621.

²⁴¹ Doc. 1721336.

²⁴² Doc. 1600880.

²⁴³ Reunião 07/2023 (Doc. 1746621).

²⁴⁴ Doc. 1924320.

²⁴⁵ Trata-se da Ação de Indenização por Danos Morais nº 0155839-49.2019.8.19.00012, em curso perante o Juízo da 33ª Vara Cível do Foro Central da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro, ajuizada por Leonardo Iespa em face da BRB DTVM, visando à condenação da ré ao pagamento de indenização pelos danos morais decorrentes de acusação de envolvimento em operações fraudulentas estruturadas e oferecidas pela BRB DTVM e por seus então administradores, relativas à aquisição de papéis do empreendimento LSH Hotel.



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

memoriais²⁴⁶, reforçando a ausência de irregularidades relativas à Oferta que lhes sejam atribuíveis. Nesse contexto, reiteraram o cumprimento dos deveres de diligência e fiscalização por parte da administradora, bem como a ilegitimidade passiva de Edson Hydalgo, que aduziu não figurar como diretor responsável pela administração de carteira à época dos fatos.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2023.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro
Diretora Relatora

²⁴⁶ Doc. 1940739.