



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

VOTO

I. INTRODUÇÃO

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 quanto à 1ª emissão de debêntures da EBPH Participações S.A. (“EBPH”, “Emissora” ou “Ofertante” e “Debêntures EBPH”, respectivamente), ofertadas publicamente sob regime de esforços restritos de distribuição, ao amparo da Instrução CVM (“ICVM”) nº 476/2009 (“Oferta”).

2. Figuram como acusados neste PAS a própria EBPH, emissora das Debêntures EBPH; Oswaldo Pano Filho e Alexandre Luiz Trigo Rodrigues (“Alexandre Rodrigues”), na qualidade de sócios e membros do conselho de administração (“CA”) da Emissora; Manuel Cerdeiriña Lamas (“Manuel Lamas”), na qualidade de membro do CA e de diretor presidente da Emissora; Planner Trustee DTVM Ltda. (“Planner Trustee” ou “Agente Fiduciário”, atualmente denominada Trustee DTVM Ltda.), na qualidade de agente fiduciário dos debenturistas titulares das Debêntures EBPH; Orla DTVM S.A. (“Orla” ou “Intermediária Líder”, atualmente denominada Orla Empreendimentos Ltda.), na qualidade de intermediária líder da Oferta e sua diretora responsável Lúcia Cristina Rodrigues Pinto (“Lúcia Pinto”); e a Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda. (“Argus”, “LF Rating” ou “Agência de Rating”), na qualidade de agência de classificação de risco (*rating*) das Debêntures EBPH, e sua sócia e diretora responsável Maria Christina Tavares Maciel (“Maria Christina Maciel”).

3. São também acusados, neste PAS, os gestores dos fundos de investimento que subscreveram as Debêntures EBPH (“Fundos” e “Gestores”, respectivamente) e seus diretores responsáveis no período em questão, a saber: FMD Gestão de Recursos S.A. (“FMD Gestão”, atualmente denominada Fornax Consultoria Empresarial S.A.) e Fábio Antônio Garcez Barbosa (“Fábio Barbosa”); TMJ Gestão Capital Gestão de Recursos Ltda. (“TMJ Gestão”, atualmente denominada Elleven Gestora de Recursos Ltda.) e Leonardo de Carvalho Iespa (“Leonardo Iespa”); Bridge Administradora de Recursos Ltda. (“Bridge Administradora”, atualmente denominada Única Administração e Gestão de Recursos Ltda.) e Alberto Elias Assayag Rocha (“Alberto Rocha”); Terra Nova Gestão e Administração de Negócios Ltda. (“Terra Nova”) e José Vanderli Vieira (“José Vieira”); e Bridge Gestora de Recursos Ltda. (“Bridge Gestora”) e Sérgio Serrano de Lima (“Sérgio Lima”).

4. Por fim, foram também acusados os administradores fiduciários dos Fundos (“Administradores”) e seus diretores responsáveis no período em questão, a saber: Bridge Administradora, Alberto Rocha e José Carlos Lopes Xavier de Oliveira (“José de Oliveira”); Intrader DTVM Ltda. (“Intrader”, atualmente denominada Intra Investimentos DTVM Ltda.) e Edson Hydalgo Júnior (“Edson Hydalgo”); Planner



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

Corretora de Valores S.A. (“Planner Corretora”) e Artur Martins de Figueiredo (“Artur Figueiredo”); Orla e Paulo Dominguez Landeira (“Paulo Landeira”); e Gradual CCTVM Ltda. (“Gradual”, atualmente Massa Falida de Gradual CCTVM S.A.) e Fernanda Ferraz Braga de Lima de Freitas (“Fernanda Freitas” e, em conjunto com todos os demais acusados, “Acusados”).

5. Este PAS teve origem no PA CVM nº 19957.004744/2018-60, que tratou das investigações atinentes à Oferta e seus participantes. Finda a fase investigativa, a Acusação lavrou o TA, tendo concluído que os Acusados devem ser responsabilizados pelas infrações apontadas no Relatório, que, em última análise, são correlatas a alegadas inobservâncias relativas às Debêntures EBPH:

- “1 – Destinação de recursos em desacordo com o estabelecido na escritura;
- 2 – Custos de distribuição acima da média de outras ofertas;
- 3 – Garantias dependentes do sucesso do empreendimento;
- 4 – Dívidas e cronograma atrasados nas obras do empreendimento;
- 5 – Pagamentos suspeitos recebidos pelo diretor presidente da emissora por meio de empresa contratada na oferta;
- 6 – Agente fiduciário não atuou diligentemente para esclarecer as inconsistências na oferta, como a qualidade das garantias;
- 7 – Agência de rating produziu relatório inconsistente que induz seu leitor ao erro;
- 9 – Intermediária Líder não diligenciou para que informações completas sobre o investimento fossem prestadas;
- 10 – Gestores dos fundos de investimento (cotistas RPPS) que subscreveram a oferta pública não foram diligentes na aquisição do ativo;
- 11 – Gestores decidiram por permanecer no empreendimento mesmo após terem tido a oportunidade de votar pelo vencimento antecipado em Assembleia Geral de Debenturistas; e
- 12 – Administradores fiduciários dos fundos não demonstraram evidências suficientes de que fiscalizaram as aquisições de ativo de crédito para a carteira dos fundos e não agiram de forma diligente e com lealdade junto aos cotistas”.

6. Como relatado, em relação a EBPH, Oswaldo Pano Filho, Alexandre Rodrigues, Manuel Lamas e os Gestores, bem como aos seus diretores responsáveis, foi formulada acusação pela prática de operação fraudulenta, em infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979.

7. Já os Administradores e seus diretores responsáveis foram acusados de violar o dever de fiscalização quanto a atuação dos Gestores dos Fundos, em infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014.

8. Argus e Maria Christina Maciel foram acusadas de descumprir o art. 10, II, da ICVM nº 521/2012, em razão da emissão de relatório (“Relatório de Rating”) que induzia usuários a erro; e Orla e Lúcia Pinto foram acusadas de violar o art. 11, I, da ICVM nº 476/2009, por descumprimento ao dever de diligência. Por fim, Planner Trustee foi acusada de violação ao art. 11, incisos I, II, V e VII, da ICVM nº 583/2016, por descumprimento a determinados deveres enquanto agente fiduciário dos debenturistas.



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

9. Desde logo, antecipo minha conclusão no sentido de que a Acusação teve êxito em demonstrar os elementos de materialidade e autoria necessários à configuração das infrações imputadas à Emissora, aos seus sócios e administradores, à Intermediária Líder e sua diretora responsável, bem como à Agência de Rating e sua diretora responsável, o que, entretanto, não ocorreu quanto aos demais acusados.

10. Antes de entrar no exame de mérito, passo à análise das questões incidentais trazidas por dois acusados após a publicação da pauta para julgamento e, após, das preliminares suscitadas nas defesas.

II. QUESTÕES INCIDENTAIS

Leonardo Iespa

11. Como relatado, em 07.12.2023, Leonardo Iespa apresentou manifestação, alegando que o depoimento prestado por R.S.R., no âmbito de ação indenizatória ajuizada pelo referido acusado em face da BRB DTVM S.A. (“BRB DTVM”)¹, constituiria fato novo, a demonstrar a ausência de dolo em sua conduta e cujo exame seria imprescindível para o deslinde deste caso.

12. Em resumo, segundo o acusado, R.S.R. era a figura central na operação fraudulenta envolvendo o empreendimento investido (“Hotel LSH”, antes conhecido como “Hotel Trump”) e no âmbito da Oferta objeto deste PAS e, no referido depoimento, apesar de realizado para os fins daquele processo (de natureza cível) e não deste PAS (de natureza administrativa sancionatória), evidenciaria de forma clara e contundente a inocência do acusado em todo o contexto das irregularidades verificadas na Oferta, demonstrando que ele teria sido, na realidade, mais uma vítima do esquema concebido e posto em prática por R.S.R. e pela BRB DTVM.

13. Considerando que o pedido foi formulado após o processo ter sido pautado para julgamento, por medida de economia processual, optei por submeter o incidente diretamente à deliberação do Colegiado, em sessão de julgamento, como faculta o art. 39, §2º, da Resolução CVM (“RCVM”) nº 45/2021².

14. Entendo que o pedido não deve ser acolhido. O acusado já havia requerido a produção de prova testemunhal, arrolando R.S.R., mas o pedido foi por mim indeferido, tendo sido a decisão confirmada, em grau recursal, pelo Colegiado, por unanimidade.

15. Como restou decidido, na ocasião, manteve-se o indeferimento da prova pretendida, tendo em vista, dentre outros fundamentos, que (i) a imputação constante do Termo de Acusação foi de que

¹ 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.

² § 2º Em benefício da celeridade processual, o Relator pode optar por submeter o incidente processual diretamente ao Colegiado, em reunião administrativa ou sessão de julgamento. (grifo aditado)



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

Leonardo Iespa teria agido em conluio com a emissora, EBPH, e com outros acusados no processo, que teriam realizado operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, e não de que teria atuado em conluio com R.S.R.; (ii) não houve qualquer envolvimento de R.S.R. no contexto em que ocorreram os fatos em apuração no presente PAS, exceto pelo fato de que as quotas de titularidade da EBPH, de emissão do Fundo de Investimento em Participações LSH – Multiestratégia (“FIP LSH”), foram adquiridas com parte dos recursos captados na Oferta; (iii) nem a gestão, nem a atuação do FIP LSH, do qual R.S.R. era quotista, estão sendo apuradas neste PAS; e (iv) a prova testemunhal, por sua natureza, se destina a comprovar fatos presenciados por aquele que vai depor, sendo, neste caso, refutada sua serventia para a formação da convicção do julgador quanto à “não caracterização de ações dolosas”, a qual envolve análise acerca da intenção por trás da conduta do agente infrator, atrelada ao elemento subjetivo do tipo infracional (i.e., se houve dolo ou culpa no atuar do acusado), sendo esses outros argumentos a reforçar a desnecessidade da dilação probatória pretendida³.

16. Inconformado com a decisão, Leonardo Iespa pretende agora trazer prova emprestada de processo cível como verdadeiro sucedâneo da prova testemunhal cuja produção foi anteriormente indeferida neste PAS, o que afronta, em última análise, a decisão proferida pelo Colegiado, que, ao apreciar o recurso, concluiu que seria desnecessário e tendencialmente protelatório colher o depoimento de R.S.R. Ademais, os argumentos trazidos pelo Acusado, dias antes da data designada para julgamento deste PAS, para pleitear que se considere, em seu favor, a oitiva de R.S.R. perante o Juízo Cível, são praticamente os mesmos apresentados nas razões de defesa e no recurso ao Colegiado para fundamentar o pedido de prova testemunhal formulado neste PAS, nada havendo de novo, portanto, que pudesse afastar as premissas adotadas pelo Colegiado na reunião de 14.02.2023, ao desprover o recurso.

17. Mesmo que, por hipótese, fosse admitido o depoimento prestado em juízo por R.S.R. como meio de prova, não vejo, considerando o objeto deste PAS, em que medida serviria à defesa de Leonardo Iespa. Em sua oitiva na Ação Indenizatória, R.S.R. pôde dar explicações sobre o suposto pagamento de vantagens indevidas a funcionários da BRB DTVM para que laudos superavaliados fossem utilizados para fins de colocação de cotas dos fundos de investimento em participações na LSH Barra Empreendimentos Imobiliários S.A. (“LSH Barra”), assim como emissão de títulos de dívida (debêntures de emissão da LSH Barra).

18. Ainda que R.S.R. tenha afirmado, em seu depoimento, desconhecer qualquer participação de Leonardo Iespa no referido esquema de pagamento de propinas, não é disso que trata a acusação formulada em desfavor do acusado neste PAS. Daí também a impertinência da prova pretendida. Vale

³ Cf. voto em que analisei o recurso interposto por Leonardo Iespa e extrato de Reunião do Colegiado em que tal recurso foi apreciado (Docs. 1721336 e 1746621).



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

repisar: este PAS não trata do esquema alegadamente concebido e posto em prática por R.S.R. e pela BRB DTVM a que Leonardo Iespa se remete. Tais pessoas sequer são acusadas neste PAS.

19. Por todo o exposto, voto por indeferir o pedido suscitado no referido incidente processual.

Manuel Lamas

20. Em 19.12.2023, o acusado Manuel Lamas protocolou manifestação em que trouxe alegada “questão de ordem”, por meio da qual peticionou pela suspensão deste PAS até que: (i) “[s]ejam disponibilizados todos os anexos de colaboração de [R.S.R.] onde constem citações as transações mantidas com a EBPH, bem como todos os elementos de corroboração e de prova disponibilizados pelo colaborador ou pelo MPF nos autos da Operação Circus Maximus”; (ii) “[s]eja convocado [R.S.R.], conforme previsto em seu acordo de colaboração premiada, a prestar esclarecimentos relativos aos negócios mantidos com a EBPH (...)”; (iii) “[s]ejam disponibilizados todos os anexos de colaboração de [R.S.R.] onde constem citações sobre a atuação de [H.B.] quanto a distribuição de ativos ligados ao FIP LSH e EBPH, bem como todos os elementos de corroboração relação a estes fatos”; e (iv) “[s]eja convocado [R.S.R.], conforme previsto em seu acordo de colaboração premiada, a prestar esclarecimentos relativos aos negócios mantidos com a [H.B.] para distribuição de ativos do FIP LSH e EBPH”. O requerimento, apresentado um dia antes da data designada para este julgamento, tem nítido caráter protelatório, não merecendo acolhida.

21. Os pedidos constantes dos itens (i) e (ii) já foram anteriormente por mim indeferidos, em despacho proferido em 27.07.2022. Não tendo havido, à época, interposição de recurso ao Colegiado pela defesa, como lhe era facultado, operou-se a preclusão. Ademais, não há nada de novo que justifique a revisão daquela decisão.

22. Por sua vez, os pedidos referidos nos itens (iii) e (iv) são manifestamente intempestivos, considerada a atual fase processual. Em acréscimo, razões que impuseram o anterior indeferimento dos pedidos de prova se aplicam aos requerimentos em questão, uma vez que a acusação não versa sobre a gestão do FIP LSH, nem se confunde com o objeto da ação penal de que tratou o requerente. A propósito, destaco que a independência das instâncias penal e administrativa sancionadora é questão amplamente acolhida pelo Colegiado da CVM. Voto, portanto, pelo indeferimento dos referidos pedidos.

III. PRELIMINARES

Cerceamento do direito de defesa

23. Planner Trustee, Planner Corretora e Artur Figueiredo apresentaram suas razões de defesa em peça conjunta, pela qual, preliminarmente, arguiram a ocorrência de vício processual a acarretar, a seu ver, a nulidade deste PAS. Segundo aduziram, sua capacidade de se defender das respectivas acusações



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

a eles imputadas foi cerceada pelo fato de que o TA faz referência a documentos que se relacionam à atuação da SRE e da SIN na fase investigativa, mas que “*não integram os autos [deste PAS], acarretando a defeituosa formação do processo, por ser inconcebível que a acusação dirigida aos Defendentes e demais acusados estejam baseadas em elementos de provas não constantes dos autos*”.

24. A meu juízo, porém, o argumento não deve ser acolhido.

25. Em que pese o quanto aduzido, tais defendentes limitaram-se a, genericamente, mencionar “*diversos documentos, muitos dos quais se referem as diligências adotadas por SRE e SIN na apuração dos fatos ali descritos*” que, sem maior aprofundamento, afirmaram trazer os “*elementos de prova em que se funda a pretensão punitiva consubstanciada no Termo de Acusação*”. Não demonstram, contudo, os documentos que consubstanciarão provas utilizadas pela Acusação neste PAS, tampouco esclarecem quais fatos ou argumentos trazidos – seja no TA ou em sua própria peça de defesa – poderiam ter a sua apreciação substancialmente influenciada pela juntada de tais documentos aos autos.

26. Registre-se, ainda, que, em 12.04.2019, os acusados requereram, genericamente, a juntada de documentos citados no TA, sob fundamentação materialmente idêntica⁴. À época, a petição foi tratada, pela área técnica, como pedido de vistas do PA de origem, o qual foi integralmente provido, com a concessão integral das vistas, lhes garantindo acesso à totalidade dos documentos dele constantes⁵. Segundo os defendentes, o prazo de acesso concedido na oportunidade (de 10 dias) teria sido insuficiente (em suas palavras, “*exíguo*”), silenciando sobre o fato de que a gravação de cópia dos documentos acessados, além de possível, foi explicitamente sugerida pela área técnica, em *e-mail* de 17.05.2019⁶.

27. Nesse contexto, tendo em vista o caráter genérico da preliminar suscitada e o prévio acesso à totalidade dos documentos que integram o PA de origem, voto por rejeitá-la.

Ilegitimidade passiva

28. Preliminarmente, Edson Hydalgo alegou que seria parte ilegítima para figurar no polo passivo deste PAS, sustentando que “*nunca ocupou o cargo ou a função de diretor responsável pela administração fiduciária da Intrader*”, uma vez que “*não possuía os requisitos mínimos para que assumisse tal responsabilidade*”. Segundo aduziu, a ICVM nº 558/2015, em seu art. 4º, III⁷, estabelece

⁴ Doc. 0748418, PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

⁵ Doc. 0748436, PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

⁶ Doc. 0760451, PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

⁷ Art. 4º Para fins de obtenção e manutenção da autorização pela CVM, o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve atender os seguintes requisitos: (...) III – atribuir a responsabilidade pela administração de carteiras de valores mobiliários a um ou mais diretores estatutários autorizados a exercer a atividade pela CVM, nos termos dos §§ 5º e 6º deste artigo; (...) § 5º O administrador de carteiras de valores mobiliários pode indicar mais de um diretor responsável pelas atividades de administração, desde que a pessoa jurídica: I – administre carteiras de valores mobiliários de naturezas



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 as atividades de administração fiduciária de uma instituição devem ser atribuídas a um diretor estatutário pessoalmente autorizado pela CVM ao seu exercício, atributo que, contudo, ele não detinha.

29. De início, cumpre esclarecer que a exigência refletida no referido dispositivo é dirigida ao administrador pessoa jurídica que, para obter e manter a autorização concedida pela CVM para exercer a referida atividade, deve atender a determinados requisitos mínimos, dentre os quais, atribuir a responsabilidade pela administração de carteiras de valores mobiliários a diretor estatutário autorizado a exercer tal atividade. Ao administrador pessoa jurídica incumbe a obrigação de nomear pessoa natural apta a figurar como diretor responsável pela administração de carteira de valores mobiliários e refletir corretamente a nomeação no cadastro da pessoa jurídica mantido perante a CVM.

30. Ademais, mesmo que, como alega, o acusado não fosse autorizado a atuar como administrador de carteira, ainda assim, não estaria impossibilitado de figurar como parte legítima do polo passivo neste PAS, se, comprovadamente, tivesse atuado como diretor responsável, uma vez que a irregularidade da sua atuação não poderia lhe servir de escusa para praticar ilícitos administrativos no âmbito do mercado de valores mobiliários fora do alcance da CVM. Não poderia, inclusive, se beneficiar da própria torpeza.

31. Cabe reconhecer que no PAS CVM nº 19957.004318/2021-21, recém-julgado (em 06.12.2023), de relatoria do Presidente João Pedro Nascimento, Edson Hydalgo foi absolvido, por unanimidade, pelo Colegiado da CVM, quanto à alegada infração ao art. 92, I, da ICVM nº 555/2014 c/c art. 1º, §1º, da ICVM nº 444/2006, em homenagem ao princípio do *in dubio pro reo*, diante de dúvida que persistiu em tal PAS acerca da sua efetiva atuação como diretor da Intrader responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários, no período de 14.12.2016 a 16.04.2018. Mesmo naquela oportunidade, não se reconheceu a ilegitimidade passiva do acusado. Tal dúvida decorreu de evidências juntadas aos autos daquele PAS após, inclusive, ter sido pautado para julgamento. O mesmo ocorreu neste PAS.

32. Em 13.12.2023, foram protocolados aos autos deste PAS peça subscrita pelos novos patronos dos acusados Intrader e Edson Hydalgo, constituídos na mesma data, conforme procurações apresentadas. Por meio dela, se fez referência a, dentre outros, certos fatos – acompanhados de documentos que os lastreiam, como anexos – que não tinham sido objeto das manifestações prévias dos referidos defendentes, de suas razões de defesa ou, ainda, de quaisquer outros documentos colacionados aos autos, sobretudo, concernentes ao cargo supostamente ocupado por Edson Hydalgo na qualidade de diretor responsável pela administração fiduciária da Intrader. Deste modo, apesar de tal peça ter sido

diversas ou voltadas para perfis de clientes diversos; e II – sua estrutura administrativa contemple a existência de uma divisão de atividades entre as carteiras, que devem ser administradas de forma independente e exclusiva, em especial no que concerne à tomada de decisões de investimento. § 6º O administrador de carteiras de valores mobiliários registrado concomitantemente nas categorias gestor de recursos e administrador fiduciário deve indicar um diretor responsável exclusivamente pela atividade de administração fiduciária. (grifos aditados)



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

referida como “memoriais”, se assemelha a uma manifestação complementar às razões de defesa.

33. De todo modo, em que pese a admissibilidade de uma manifestação nestes termos possa ser objeto de questionamentos (diante da ausência de uma previsão normativa expressa que a autorize), diante do conjunto fático-probatório acostado aos autos e da insuficiência de elementos de materialidade em relação à parte dos acusados, como detalhado mais adiante, entendo que não se faz necessário debater que efeitos, à luz do fundamento adotado e da coincidência de período temporal, a decisão sobre tal questão poderia ter para o desfecho deste PAS, razão pela qual remeto à análise do mérito quanto à referida acusação e voto por rejeitar a preliminar suscitada.

Inobservância ao art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008

34. O art. 11, *caput*, da Deliberação CVM (“DCVM”) nº 538/2008 dispunha que “[p]ara formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso”.

35. Leonardo Iespa sustenta que, em relação a ele, a Acusação não poderia ter reputado cumprido tal dispositivo, sendo impositiva a rejeição do TA. Segundo aduz, os ofícios enviados pela CVM mencionados no TA como capazes de atender a esta regra⁸ não satisfizeram o exigido pela norma. Isso porque o Ofício nº 169/2018/CVM/SRE/GER-3 (“Ofício nº 169”) foi dirigido apenas à TMJ Gestão, e o Ofício nº 412/2018/CVM/SRE/GER-3 (“Ofício nº 412”), apesar de ter sido dirigido a Leonardo Iespa, foi encaminhado a ele na qualidade de “representante da Elleven (ex-TMJ), quando notoriamente já não mais integrava a administração daquela gestora”.

36. Ao segundo ofício acima referido, o defendente respondeu da seguinte forma:

“(…) peço a gentileza de esclarecer se o Ofício em referência deveria ser dirigido a mim, pessoa física, ou ao atual dirigente da Elleven responsável pelos mencionados fundos. Caso o Ofício seja de fato dirigido à minha pessoa, considerando que não tenho mais ingerência sobre os fundos nem livre acesso aos arquivos da Elleven, requero prazo adicional, mais extenso, para prestar os esclarecimentos requisitados pela CVM, a fim de que haja tempo hábil de manter entendimentos com a atual diretoria da Elleven, com vistas à recuperação dos subsídios pertinentes e, assim, a melhor atender à solicitação.”

37. Consoante argumenta, tal resposta teria sido ignorada, de modo que o acusado teria continuado sem saber se caberia a si ou ao representante da gestora prestar esclarecimentos.

38. Quanto ao Ofício nº 169, tem razão o defendente ao não o considerar, *per se*, suficiente para atender ao referido art. 11 da então vigente DCVM nº 538/2008. Tal documento, além de remetido à

⁸ Ofício nº 169/2018/CVM/SRE/GER-3 (Doc. 0528574); e Ofício nº 412/2018/CVM/SRE/GER-3 (Doc. 0639210, ambos 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

TMJ Gestão (pessoa jurídica), foi encaminhado em atenção de outra pessoa natural, de modo que Leonardo Iespa não é mencionado. Contudo, importa reconhecer que o Ofício nº 169 foi respondido por Leonardo Iespa, como representante legal da TMJ Gestão, em correspondência datada de 07.06.2018⁹. Na oportunidade, ele inclusive apresentou diversas informações e documentos que diziam respeito aos fundos geridos pela TMJ Gestão que adquiriram Debêntures EBPH no âmbito da Oferta.

39. Isso posto e considerando, ainda, que o parágrafo único, inciso I do referido dispositivo estabelece que considerar-se-á atendido o *caput* sempre que o acusado tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados, importa rechaçar a preliminar suscitada. Vale também observar que, apesar de a resposta ao Ofício nº 169 ter sido subscrita por Leonardo Iespa em nome da TMJ Gestão, neste PAS, os atos imputados a tais acusados coincidem e a suficiência ou não dos respectivos elementos de autoria é questão a ser examinada no mérito.

40. Em relação ao Ofício nº 412, o defendente foi instado a prestar esclarecimentos, nos termos do art. 11 da DCVM nº 538/2008. O fato de que, em sua resposta, deixou de oferecer os esclarecimentos solicitados não torna a norma desatendida, pois foi dada a oportunidade para tanto. O dispositivo, em seu parágrafo único, inciso II, explicitamente estabelece que será considerado atendido o *caput* sempre que o acusado tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça. O fato de que a área técnica possa não ter dado tratamento específico às dúvidas suscitadas e ao pedido de renovação do prazo para resposta ao ofício não altera essa conclusão, ainda que fosse desejável que o tivesse feito, ainda que para indeferir expressamente o pedido de renovação do prazo.

41. Em acréscimo, conforme entendimento sedimentado pelo Colegiado da CVM, a previsão de manifestação prévia almeja a eficiência administrativa da atividade acusatória, visando à boa instrução do processo, sendo que mesmo sua eventual inobservância não ensejaria nulidade processual. Tal norma (seja da então vigente DCVM nº 538/2008, seja atualmente no âmbito da RCVM nº 45/2021) não confere direito subjetivo à investigada nem deve tal manifestação ser tratada como “defesa prévia”¹⁰.

42. Voto, portanto, por rejeitar a preliminar suscitada.

Vícios quanto ao Termo de Acusação

43. Os acusados Orla, Lúcia Pinto, Paulo Landeira e Sérgio Lima apresentaram suas respectivas peças de defesa individualmente, todavia, todos suscitaram, preliminarmente e em termos semelhantes, haver vícios no TA provenientes sobretudo de inobservâncias que reputaram existir quanto a princípios

⁹ Doc. 0533399 do PA CVM nº 19957.004744/2018-60.

¹⁰ v., p.ex., PAS CVM nº RJ2015/2027, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 02.04.2019; PAS CVM nº RJ2012/10069, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. em 31.05.2015; PAS CVM nº RJ2006/8572, Rel. Dir. Otávio Yazbek, j. em 16.03.2010; e PAS CVM nº RJ2006/4665, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 09.01.2007.



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

constitucionais, de modo que, ao ver dos defendentes, o PAS deveria ser extinto sem exame de mérito.

44. Em comum, destacaram, sobretudo, ter havido violação ao princípio da legalidade, uma vez que no TA não teria havido descrição explícita do enquadramento dos fatos e condutas observados na fase de investigação que seriam a eles atribuíveis. Também aduziram que a Acusação não teria averiguado com cautela os fatos apresentados, tendo violado os princípios da clareza e objetividade. Foram destacados como inobservados, ainda, os princípios da razoabilidade, da proporcionalidade e da segurança jurídica, bem como determinados critérios que, segundo entendem, devem ser considerados no âmbito de processos administrativos, nos termos do art. 2º, I a XI e XIII, da Lei nº 9.784/1999: atuação conforme a Lei e o Direito; vedação a sanções em medida superior àquelas estritamente necessárias ao atendimento do interesse público, indicação dos pressupostos de fato e de direito que determinarem a decisão; e adoção de forma simples, suficiente para propiciar adequado grau de certeza, segurança e respeito aos direitos dos administrados. Por fim, concluem que o TA não apresenta características essenciais exigidas, nos termos do art. 2º, §2º, da DCVM nº 538/2008, tendo em vista que não conta com elementos conclusivos quanto à autoria e à materialidade das irregularidades imputadas.

45. A propósito, a Orla criticou a aplicação do art. 11, I, da ICVM nº 476/2009, que reputou genérico e questionou como poderia a Acusação “*diante de ausência de conduta tipificada na norma aplicável (...) imputar uma ausência de conduta que não possui descrição ao menos superficial do legislador*”.

46. Lúcia Pinto aduziu que não poderia ser responsabilizada por infração ao referido dispositivo, na qualidade de diretora da Orla, uma vez que esse atribui deveres apenas ao intermediário líder, não havendo que se falar em atribuição de responsabilidade solidária aos seus diretores. Segundo sustenta, a Acusação “*não delimita em momento algum qualquer conduta perpetuada DIRETAMENTE pela Acusada e que leve efetivamente a concluir uma ausência de fiscalização*”.

47. Paulo Landeira, por sua vez, argumentou no mesmo sentido, tratando, todavia, do art. 90, X da ICVM nº 555/2014. Segundo alega, “[*e*]m suma, o [TA] aplicou, indistintamente, a mesma acusação à empresa e ao seu diretor, quando a norma (regulamentação da própria desta mesma autarquia) impõe responsabilidade somente à pessoa jurídica”. Sobre o texto normativo, em si, destacou que seu conteúdo não indica procedimentos de fiscalização a serem adotados, mas apenas sugestões e orientações, razão pela qual a Acusação teria sido incapaz de apontar “*ausência de fiscalização por parte DO ACUSADO*”.

48. Por último, Sérgio Lima alegou que, na integralidade do TA, o seu nome “*é mencionado tão somente em 4 oportunidades, sendo que em nenhuma delas há imputação de conduta direta, que teria sido praticada pelo Acusado*”. Para o defendente, a Acusação teria sido injusta ao pugnar por sua responsabilização por atos supostamente praticados pela Bridge Gestora, já que “*a simples ocupação da posição de diretor não demanda a necessidade de conhecimento por parte do Acusado de todos os atos*



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

praticados pela sociedade”. Além disso, também teceu comentários em defesa da Bridge Gestora, no sentido de que a Acusação teria, indevidamente, se concentrado mais em atacar uma decisão válida de investimento do que em provar, factualmente, ter havido participação em operação fraudulenta.

49. Tais argumentos, a meu juízo, não justificam acolher a preliminar suscitada.

50. Sobre os pontos suscitados em comum, há que se considerar que foram trazidos de modo excessivamente abstrato e genérico, notadamente quanto aos princípios constitucionais elencados pelos defendentes referentes a legalidade, clareza, objetividade, razoabilidade, proporcionalidade e segurança jurídica, que, sem dúvida, pautam a atuação da Administração Pública, tal como se reflete no art. 2º da Lei nº 9.784/1999, cujo texto tem amparo no disposto na Constituição Federal. Contudo, sua utilização para basear argumentos de inobservância em casos concretos deve vir acompanhada de rigorosa demonstração de subsunção aos fatos pormenorizados, o que não ocorreu neste caso.

51. A respeito das críticas ao teor do art. 11, I, da ICVM nº 476/2009 e do art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, deve-se notar que a inclusão de regras amparadas em conceitos propositalmente abertos constitui estratégia regulatória amplamente consolidada na regulação e no *enforcement* no âmbito do direito administrativo sancionador, sendo uma técnica utilizada em relação a diversos assuntos e por diferentes órgãos da administração. Nesse sentido, não cabe exigir do regulador explicação detalhada, em tese, quanto a quais medidas de diligência ou controle devem ser adotadas, em concreto, o que o vincularia a um exercício de racionalização teórica a respeito de fatos quanto aos quais tem menor visibilidade. Assim, tem-se como mais apropriado, para se verificar o cumprimento de tais dispositivos, que eventos, em concreto, sejam submetidos a posterior análise casuística.

52. Em relação à alegação de Lúcia Pinto e Paulo Landeira de que o TA aproveitou, indevidamente, as responsabilizações pugnadas às pessoas jurídicas para os seus diretores, de forma indistinta, é necessário pontuar que a adoção de centros de imputação encontra amplo respaldo em precedentes do Colegiado da CVM¹¹, de modo que tal estratégia, por si só, não se entende comprometedor da legalidade da peça acusatória. Em 09.08.2011, foi julgado o PAS CVM nº RJ2010/9129, de relatoria do Diretor Otávio Yazbek, oportunidade em que, em seu voto, destacou, com muita propriedade, que:

“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.”

¹¹ PAS CVM nº RJ2005-8510, Dir^a. Rel^a. Marina Helena de Santana, j. em 04.04.2007; PAS CVM nº RJ2010-13301 e PAS CVM nº 08/2004, Dir^a. Rel^a. Luciana Dias, j. em 23.10.2012 e 06.12.2012, respectivamente; e PAS CVM nº RJ2015/9909, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 05.09.2017.



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

53. De todo modo, a adequação (ou não) quanto à imputação, neste caso, de responsabilidade a diretores responsáveis que figuravam como centros de imputação deve ser objeto de exame de mérito.

54. Finalmente, no que concerne ao quanto aduzido por Sérgio Lima, faz-se necessário recordar que a Acusação não o arrolou no polo passivo deste PAS, na qualidade de diretor da Bridge Gestora, sem dar quaisquer fundamentos para tanto, como alegou a defesa, tendo explicitado suas razões:

“[t]endo em vista que as infrações cometidas pela gestora (...) dos fundos de investimento relacionados nesta peça acusatória são decorrentes de natureza institucional das gestoras (...) conclui-se que 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.”

55. Consoante a tese acusatória há fundamentos para considerar que Sérgio Lima deve ser condenado. Se tal tese deve ser acolhida, porém, deve ser objeto de exame de mérito, em conjunto com os elementos trazidos pela defesa da Bridge Gestora, e não em sede de preliminar.

56. Vale repisar: não se trata aqui de análise quanto a se, no mérito, procede a tese acusatória, o que faço mais adiante, no cotejo com as razões das defesas apresentadas, mas apenas de constatar que a peça acusatória foi hígida para a instauração do PAS, tendo sido respeitados os princípios e normas aplicáveis, razão pela qual voto por rejeitar as preliminares suscitadas.

IV. MÉRITO

Operação fraudulenta

57. A Lei nº 6.385/1976, em seu art. 4º, V, estabelece que compete ao Conselho Monetário Nacional e à CVM exercerem suas atribuições legais para o fim de evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado. O art. 18, II, “b”, do mesmo diploma legal, atribui à CVM competência para definir o que se configura como operação fraudulenta.

58. Visando dar concretude as essas disposições, foi editada a ICVM nº 8/1979, pela qual é vedado aos administradores e acionistas de companhia aberta, bem como aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, dentre outras práticas, a realização de operação fraudulenta (Item I), definida como aquela em que se utilize de 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 (Item II, “c”).

59. Pelo que se depreende da literalidade do dispositivo – e como já tive oportunidade de me



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

manifestar em precedentes¹² –, a configuração de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, para fins de subsunção à norma, depende da verificação positiva de três requisitos, quais sejam: (i) a utilização de ardil ou artifício; (ii) a indução ou manutenção de terceiros em erro; e (iii) a intenção de obter vantagem ilícita para si ou terceiros, tratando-se, claramente, de tipo doloso. Consoante consolidado na doutrina e na jurisprudência administrativa, esses três requisitos devem ser considerados cumulativamente, sendo que, se um ou mais não estiverem presentes, não restará configurada a infração.

60. Quanto ao primeiro requisito, a conduta do fraudador pode se revelar em si como o ardil ou artifício empregado na fraude, a depender do meio pelo qual o agente da fraude induz/mantém – ou visa induzir/manter – a pretendida vítima em erro. Como se depreende de precedentes da CVM¹³, o ardil ou artifício podem restar evidenciados em atos de consubstanciada má-fé e travestir-se de diversas formas, como a aquisição de ativos superfaturados, a falsificação de documentos, a prestação de informações inverídicas e o desvio de recursos em relação à utilização ou destinação informada.

61. O segundo, por sua vez, configura-se quando há efetivamente quem esteja sendo mantido em erro – ou a quem esteja se pretendendo manter em erro –, necessariamente, como resultado, direto ou indireto, do emprego do ardil ou artifício. Vale notar que o tipo não traz consigo caracterização específica acerca da natureza do vitimado, de modo que não se pode delimitar a sua identificação apenas às partes da operação em questão, se tratando, portanto, de norma intencionalmente aberta. Historicamente, a Nota Explicativa CVM nº 14/1979 era ilustrativa nesse sentido:

“A vista dessa última opção - substituir ou estender os conceitos até agora em vigor - entendeu a CVM conveniente adotar a segunda solução, ampliando, a vista da experiência já acumulada, o alcance dos dispositivos já constantes da Resolução nº 39, e conceituando de forma propositadamente genérica, situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários. Dentro dessa ótica é baixada pela CVM a INSTRUÇÃO Nº 08/79 (...).”

62. A esse respeito, destaque-se que tal amplitude é reconhecida também pela doutrina, ainda que seja apontado espaço para crítica, como se vê em clássica obra sobre a matéria¹⁴:

“Tais tipos [presentes na ICVM nº 8/1979] são construídos mediante *standards* legais, ou seja, conceitos amplos, não precisamente determinados e que podem ser adaptados às circunstâncias fáticas do mercado. Tais *standards* legais, embora possam ser criticáveis, dada a incerteza que geram aos destinatários das normas, são de uso bastante comum no âmbito da regulação de mercados, uma vez que é impossível prever, na esfera do ilícito econômico,

¹² Mais recentemente, no julgamento do PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, de minha relatoria, j. em 26.09.2023.

¹³ PAS CVM nº 02/2013 e PAS CVM nº RJ2015/2027, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22.01.2019 e 02.04.2019, respectivamente; PAS CVM nº RJ2017/02029, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 17.05.2022; e PAS CVM nº RJ2014/12081, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 18.06.2019.

¹⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 547.



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

altamente dinâmico, todas as condutas nocivas.

Na realidade, a utilização de tipos abertos importa a concessão de ampla discricção à autoridade administrativa encarregada de aplicá-los à prática dos negócios, cabendo-lhe preencher os vazios do padrão genérico de conduta, caso a caso, no julgamento (...).”

63. Dentro da mesma lógica, reside, ainda, a acertada interpretação de que a pessoa mantida ou induzida a erro não necessariamente será a mesma a ter seu patrimônio lesado, de modo que é perfeitamente possível, no campo de abrangência da norma, que não se verifique tal coincidência, sem prejuízo da configuração do ilícito administrativo¹⁵⁻¹⁶.

64. Por fim, o terceiro e último requisito se configura quando há manifesta intenção de se obter vantagem ilícita, seja para si ou para terceiros, a refletir o elemento subjetivo doloso, não se estando, portanto, diante de infração que admita modalidade culposa¹⁷.

65. Feitas essas breves considerações, começo pelo exame das condutas dos acusados que ensejaram a formulação do TA de acusação pela realização de operação fraudulenta. Em benefício da clareza, para fins de análise dos argumentos de acusação e de defesa, a abordagem será dividida a partir de grupos de acusados reunidos pelas circunstâncias fáticas que, em especial, os aproximam.

A.1. EBPH, Oswaldo Pano Filho, Alexandre Rodrigues e Manuel Lamas

66. Como relatado, em 20.06.2016, teve início a Oferta, que contemplava a emissão de 5.000 Debêntures EBPH (das quais 4.992 foram subscritas). À época, a EBPH contava, em seu quadro de sócios e administradores, com: (i) Oswaldo Pano Filho, sócio detentor de 50% das ações representativas do capital social e presidente do CA; (ii) Alexandre Rodrigues, sócio detentor dos 50% restante das ações de emissão da EBPH e membro do CA; e (iii) Manuel Lamas, que ocupava, cumulativamente, os cargos de membro do CA e Presidente da EBPH.

67. Em relação a todos esses acusados, a responsabilização pugnada foi por infração ao item I c/c

¹⁵ Nessa linha, tem-se o bem apontado paralelo trazido pelo Diretor Relator Gustavo Gonzalez, no PAS CVM nº 02/2013 (j. em 22.01.2019), em que pontua o que ocorre quanto ao crime de estelionato [Código Penal: 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: (...)]: “[e]mbora referido tipo penal faça referência a alguém mantido em erro, no que guarda semelhanças com a infração de operação fraudulenta, o Poder Judiciário consolidou o entendimento de que a configuração do ilícito não exige identidade entre a pessoa mantida em erro e aquela que sofre o prejuízo.”

¹⁶ “EMENTA: 1. *Omissis* 2. CRIME. Estelionato. Tipicidade. Caracterização. Sujeito passivo. Delito que teria sido cometido em dano patrimonial de pessoa jurídica. Indução a erro doutras pessoas. Irrelevância. Inteligência do art. 171 do CP. O sujeito passivo do delito de estelionato pode ser qualquer pessoa, física ou jurídica. Mas a pessoa que é iludida ou mantida em erro ou enganada pode ser diversa da que sofre a lesão patrimonial.” (Supremo Tribunal Federal, REExt. 1029, Relator Min. Cezar Peluso, Tribunal Pleno, j. em 13.09.2006, DJ 10.11.2006).

¹⁷ PAS CVM nº 01/1999, Dir. Rel. Marcelo Trindade, j. em 19.12.2001; PAS 05/2008, Dir^a. Rel^a. Ana Novaes, j. em 13.12.2012; PAS CVM nº SP2001/0003, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 12.12.2002; PAS CVM nº 06/2007, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 28.09.2010; PAS CVM nº 02/2013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22.01.2019; e PAS CVM nº 19957.007133/2017-92, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 13.08.2019.



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

item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta no âmbito da Oferta. Para maior clareza, cabe analisar os indícios que levaram a Acusação à tal conclusão, perpassando: (i) a decisão de adquirir quotas do FIP LSH; (ii) a destinação dos recursos captados com a emissão das Debêntures EBPH; e (iii) a atribuição de vantagem indevida a Manuel Lamas.

A aquisição de quotas do FIP LSH

68. Como informado pela EBPH, em resposta ao Ofício nº 158/CVM/SRE/GER-3¹⁸, dos R\$ 53.466.076,63¹⁹ captados com a emissão das Debêntures EBPH, R\$ 43.452.300,96 foram destinados à aquisição de cotas do FIP LSH. Com isso, a EBPH passou a ser detentora de 10% das cotas de emissão do fundo que, por sua vez, detinha ações representativas de 99% do capital social da LSH Barra, desenvolvedora do empreendimento hoteleiro investido. Assim, a Emissora teria almejado dar cumprimento ao seu objeto social (que incluía “*a aquisição de participações societárias de outras empresas e/ou fundos de investimentos, os quais invistam em empreendimentos hoteleiros*”) e, em tese, à destinação prevista na Escritura de Emissão.

69. A propósito, a Acusação apontou dois aspectos que abordou como problemas.

70. Primeiro, o fato de que, ao optar por investir no Hotel LSH seguindo essa estrutura de aporte, a EBPH estaria investindo em empreendimento sobre o qual teria pouca ingerência, pois, com “*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*”.

71. Em segundo lugar, o fato de que as cotas do FIP LSH estariam sujeitas a diversos fatores prejudiciais, de conhecimento da EBPH, que, previsivelmente, levariam à sua desvalorização ao longo do tempo, quais sejam: “*atrasos na obra do hotel, as dívidas não pagas e protestadas da LSH, os problemas no laudo de avaliação do empreendimento hoteleiro que acabariam por afetar o valor da cota do FIP LSH e os problemas de governança e conflitos de interesse relacionados ao investimento*”.

72. Quanto à questão da diminuta ingerência no empreendimento, cabe ressaltar que não havia (ou, ao menos, a Acusação não demonstrou haver) declaração ou compromisso da EBPH no sentido de que, com os recursos da Oferta, se tornaria (ou pretendia se tornar) parte ativa do desenvolvimento de empreendimento hoteleiro. Como se constata por meio do objeto social da EBPH e da Escritura de Emissão, o propósito externado era realizar investimento na aquisição de participações societárias, direta ou indiretamente, em sociedades que desenvolvessem empreendimentos hoteleiros. Assim, não

¹⁸ Doc. 0533449.

¹⁹ Embora o valor total da Emissão fosse de R\$ 50 milhões, o valor total captado é um pouco superior, em razão de a subscrição e integralização de parte das Debêntures EBPH ter ocorrido após a data de emissão definida na Escritura de Emissão (i.e. 30.05.2016), ensejando, portanto, a atualização do valor das debêntures para fins de subscrição e integralização.



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

identifico, nesse aspecto, uma desconformidade ou problema propriamente dito.

73. Vale transcrever o que expressamente previa a Escritura de Emissão das Debêntures EBPH:

“III.7 Destinação dos Recursos. Os recursos obtidos pela Emissora por meio da Emissão de Debêntures serão destinados (i) à **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 ou indiretas**; e (ii) pagamento de custos e despesas relacionadas à Emissão, incluindo mas não se limitando à contratação de prestadores de serviços 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.” (grifei)

74. No que tange à aquisição de cotas do FIP LSH sujeitas a fatores prejudiciais de conhecimento da EBPH, para afirmar que a ciência pela EBPH – anteriormente à sua aquisição – dos mencionados fatores que viriam a impactar as cotas do FIP LSH, a Acusação se apoiou no conteúdo do Ofício BRB DTVM/PRESI-2017/004²⁰, enviado à CVM e à PREVIC, de 21.06.2017 (“Ofício BRB”), que informava que a BRB DTVM, ex-administradora do FIP LSH, renunciou à tal posição “*em razão de entender que há fortes indícios de conflito de interesse envolvendo várias camadas da governança do empreendimento e da companhia investida, fato que dificultava a atuação diligente e segura no investimento*”.

75. No TA, foram transcritos os seguintes trechos do Ofício BRB para evidenciar que a EBPH tinha conhecimento prévio de que “*o empreendimento LSH estava com problemas financeiros, como dívidas vencidas e não pagas com fornecedores da obra do hotel, atraso no pagamento dos prestadores de serviços do FIP e obra atrasada em relação ao cronograma estabelecido*”:

- (i) “A 2ª Oferta de cotas do FIP foi aberta em 23/09/2016 (...) e teve por objetivo honrar os compromissos financeiros da empresa investida, como: pagar os fornecedores que eram devidos desde o início das obras do Hotel – fase 1 – e terminar a obra, com revisão para maio/16 para manter os benefícios e isenções da Prefeitura do RJ dado por conta da Rio 2016; além de remunerar os prestadores de serviços do Fundo que estavam com pagamentos pendentes ao longo de 2016”; e
- (ii) “Os cotistas que subscreveram as cotas da 2ª Oferta (Outubro/16) foram alertados pela BRB DTVM sobre possível impairment nas cotas deste FIP em função da reavaliação do empreendimento sem considerar o valor R\$ 50 milhões de emissão de debêntures da SPE. Assim, por consequência, poderá resultar em potenciais prejuízos quando fossem elaborados os novos relatórios de avaliação Imobiliária/valuation. Pelo cronograma do regulamento do fundo, esta reavaliação deveria ser realizada no máximo até o final de dezembro/16 e, por prudência do Administrador, foi enviado e-mail aos respectivos cotistas (Anexo 11)”. (grifei)

²⁰ Doc. 0538248.



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

76. A propósito, não deixo de reconhecer que o Ofício BRB trata precipuamente de informações relativas à segunda oferta de cotas do FIP LSH, iniciada em 23.09.2016, sendo que a EBPH começou as aquisições de cotas em 29.06.2016, tendo realizado um investimento total, em aportes que antecederam o início da segunda oferta, de R\$ 24.684.338,18²¹. Ainda que em relação ao investimento desse valor inicial não tenham sido trazidos maiores detalhes sobre o que já era de conhecimento da EBPH, não há dúvida de que a Emissora já o tinha quando realizou os investimentos que se seguiram (a partir de 05.10.2016), e que, em conjunto, alcançaram o montante de R\$ 18.767.962,78.

77. Na sequência, a Acusação relatou que a BRB DTVM enviou, em 30.09.2016, “*antes da EBPH adquirir as cotas do FIP*” – o que, como dito, pode não proceder em relação a parte do valor investido –, e-mail ao acusado Manuel Lamas, em que se informava o seguinte: “*está previsto, conforme previsto no Regulamento do Fundo, o processo de contratação de empresa que avaliará o empreendimento ativo-alvo do Fundo. Esta reavaliação, em decorrência das alterações de premissas consideradas no último laudo de precificação do ativo ocorrida em fevereiro deste ano de 2016, poderá incorrer em variação no valor da cota do Fundo em questão*”. A esse respeito, a Acusação criticou o fato de que a EBPH prosseguiu no investimento planejado: “[m]esmo após receber esse e-mail com alerta do administrador do fundo, a EBPH investiu no FIP LSH subscrevendo as cotas em 05/10/2016 por R\$ 67.421,06 cada”²².

78. A Acusação apontou, ainda, que “[d]esde então a administração do fundo incorreu em diversas irregularidades relacionadas à precificação da cota, conforme pode ser observado em trecho do Ofício nº 19/2018/CVM/SIN/GIES”. Tal ofício²³, datado de 26.06.2018, foi encaminhado ao diretor responsável do administrador do FIP LSH, à época. Nesse documento, foi alertado que o fundo:

“não atende a critérios dos arts. 4º e 5º da Instrução CVM nº 579/16 e, portanto, não se caracteriza como entidade de investimento, de forma a que seu patrimônio deva ser imediatamente reavaliado em conformidade com a norma contábil que trata de investimento em coligada, controlada e em empreendimento controlado em conjunto, conforme disposto no art. 8º da referida norma. Adicionalmente, devem ser refeitos os Informes Trimestrais já apresentados para 2017 e 2018 com o novo patrimônio líquido e, ainda, as demonstrações financeiras de fevereiro de 2018 devem refletir essa situação”. (grifos aditados)

79. Na sequência, a Acusação salientou que a reavaliação mencionada no ofício veio a ocorrer, de modo que, no informe trimestral de junho de 2018, o valor da cota do FIP LSH caiu para R\$ 17.931,15.

80. Cabe ressaltar que a Acusação não chegou a demonstrar como as informações contidas nesse documento – de data posterior e sobre fatos subsequentes às aquisições das cotas de emissão do FIP LSH

²¹ Conforme resposta ao Ofício nº 158/CVM/SRE/GER-3 (Doc. 0533450).

²² Para ilustrar, o valor médio das cotas adquiridas em 29.06.2016 (na 1ª oferta) era de R\$ 67.586,21.

²³ Doc. 0747166.



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

– evidenciariam o conhecimento prévio da EBPH. De todo modo, tais informações servem para ilustrar a concretização dos eventos que, segundo a Acusação, eram anteriormente previsíveis.

81. Ademais, a Acusação também apontou para a existência de conflitos de interesse na estrutura do empreendimento, de conhecimento prévio da EBPH, transcrevendo os seguintes trechos do Ofício BRB:

- (i) “Em Outubro/16, com a venda de 100% (cem por cento) das cotas do Sr. [R.S.R.] no secundário para a EBPH Participações (...) a configuração do CI [Comitê de Investimento] se alterou, onde o Sr. [R.S.R.] se retirou dando lugar para o representante da EBPH, Sr. Manuel Cerdeiriña Lamas (...), que assumiu imediatamente como membro, com 7,09% (...) do PL do FIP”;
- (ii) “Em que pese grande parte do capital investido na SPE LSH [i.e., a LSH Barra] ser de Fundos de Pensão/RPPS (públicos), quem tinha o controle da governança, dos "usos e fontes" dos recursos aportados na Companhia era o grupo privado (sócios desenvolvedores do FIP), conforme melhor detalhado no relatório da BOAVISTA Consultoria (Anexo 5A)”; e
- (iii) “Em relação à gestão da LSH BARRA, foi contratada, em setembro/16, a empresa SCHAEPPi para terminar a obra do Hotel, tendo o Sr. [A.P.] como Consultor, este, além de membro do CI da investida, tomava as decisões/negociava para [S.] como se fosse seu representante legal.”

82. A respeito do referido no item (i) acima, a Acusação não chegou a elaborar em maior detalhe sobre os conflitos entre interesses do acusado Manuel Lamas, ao ocupar simultaneamente os cargos de membro do Comitê de Investimentos do FIP LSH e de Presidente da EBPH, companhia investidora no Fundo. De todo modo, do contexto narrado, extrai-se elementos que corroboram a preocupação.

83. Cabe reconhecer, entretanto, que o TA, por vezes, trata como prejudicial o fato de a EBPH investir em um empreendimento sobre o qual teria pouca ingerência (por não participar diretamente, apenas por meio do FIP LSH, em que detinha 10% das cotas), e, por outras, reputa como prejudicial o fato de que o presidente da EBPH obteve assento no Comitê de Investimentos (“CI”) do fundo cujo único investimento relevante era justamente na empresa desenvolvedora do mesmo empreendimento.

84. Quanto ao trecho referido no item (ii), acima, a Acusação não chega a esclarecer como o fato de que “*quem tinha o controle da governança, dos ‘usos e fontes’ dos recursos aportados na [LSH Barra] era o grupo privado (sócios desenvolvedores do [FIP LSH])*” implicava, *per se*, em conflito de interesses que deveriam ter sido considerados pela EBPH em sua decisão de investimento.

85. Já em relação ao referido item (iii), resta bastante evidente o potencial conflito de interesses subjacente. Embora a Acusação também não tenha apresentado a questão em mais detalhes, tendo se limitado a transcrevê-lo, tem-se que um mesmo indivíduo era, simultaneamente, membro do CI do FIP LSH e representante legal da empresa contratada para terminar as obras do Hotel LSH. Ou seja, a mesma pessoa ocupava, concomitantemente, posição de relevo na parte contratante e na parte contratada, com o agravante de que, tanto em relação a uma quanto à outra, lidava com recursos de terceiros. Não que tal



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

fato fosse capaz de revelar o ilícito *a priori*, mas ensejava claro sinal de alerta (*red flag*).

86. De todo modo, a Acusação não apontou efetivo prejuízo decorrente de tal configuração e a referida empresa, que terminaria as obras, somente foi contratada em setembro de 2016²⁴, portanto, após ter sido comprada a maior parte das cotas do FIP LSH que foram adquiridas pela EBPH.

87. Diante dos apontamentos e conclusões acima referidos, a Acusação entendeu que a EBPH, bem como seus sócios Oswaldo Pano Filho e Alexandre Rodrigues, e seu Presidente Manuel Lamas, não prestaram informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes aos investidores, o que era exigido pelo art. 10 da ICVM nº 476/2009, aplicável às referidas pessoas físicas por força de seu §1º.

88. No que toca à decisão de investimento no FIP LSH, os acusados EBPH, Oswaldo Pano Filho, Alexandre Rodrigues e Manuel Lamas, em peça de defesa conjunta, apresentaram razões que, em sua visão, a justificavam. Alegaram que o interesse pelo setor hoteleiro teria sido fruto dos grandes eventos que seriam sediados no Rio de Janeiro em 2016 (Copa do Mundo e Olimpíadas), que, naturalmente, seriam capazes de aquecer o segmento. Dentre as oportunidades existentes, optaram pelo Hotel LSH, por se tratar de “*hotel de alto luxo, construído em ponto nobre da Barra da Tijuca e que despontava de forma promissora com seu conceito Life Style*”, sendo que “[o] projeto de design interior ficou a cargo do Rockwell Group, um dos mais conceituados escritórios de arquitetura do mundo, sendo o único hotel da cidade com piscinas privadas”. Apresentaram gráficos a ilustrar a valorização das cotas do FIP LSH ao longo dos anos, entre julho de 2013 e julho de 2016, que refletem valorização de cerca de 75%.

89. Cabe registrar, contudo, que, tais fundamentos apresentados, apesar de aparentarem razoabilidade diante do contexto em que se inseria o empreendimento, não vieram acompanhados de documentos que os tivessem à época lastreado. Não foi apresentado estudo técnico sobre o setor hoteleiro nem sobre o impacto dos eventos nos contratos do projeto. Mesmo quanto aos dados trazidos a respeito da alegada rentabilidade histórica das cotas do FIP LSH, não foram apontadas fontes oficiais que evidenciassem que os números haviam sido extraídos de plataformas conhecidas e confiáveis.

90. De todo modo, importa ressaltar que, nas seções do TA dedicadas à capitulação das infrações pelas quais se pugna pela responsabilização dos referidos acusados neste PAS²⁵, a Acusação não elencou violação ao art. 10 da ICVM nº 476/2009, mas sim a de realização de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao disposto no item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979. Com efeito, o tratamento erigido pela Acusação denota que essa reputou que tais falhas inicialmente relatadas como informacionais foram propositais, integrando, assim, o *modus operandi* da operação fraudulenta

²⁴ Doc. 0538248.

²⁵ Seção “DAS INFRAÇÕES COMETIDAS” e “DAS RESPONSABILIDADES”.



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

em tela, como se pode extrair do TA²⁶, razão pela qual serão consideradas em conjunto com os demais elementos analisados adiante e não, isoladamente, como falhas informacionais da Ofertante.

A destinação dos recursos captados na Oferta

91. O cerne da acusação de operação fraudulenta de que trata este PAS reside na questão do desvio identificado quanto à destinação dos recursos captados com a Oferta das Debêntures EBPH. A propósito, como relatado, a Acusação apontou ter havido múltiplos problemas.

92. Consoante a Escritura de Emissão das Debêntures EBPH, os recursos seriam destinados a: (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”*.

93. Em resposta ao Ofício nº 158/CVM/SRE/GER-3²⁷, a EBPH reportou a seguinte destinação dada aos R\$ 53.466.076,63 captados com a Oferta: *“83,33% aquisição de participação hoteleira; 7,94% custos diretos de estruturação da debênture; 2,97% custos indiretos de estruturação da debênture; e 5,67% despesas administrativas e outros”*.

94. A esse respeito, a Acusação apontou cinco problemas, como detalhados no Relatório.

95. O primeiro se refere ao fato de que 5,67% dos recursos captados não foram empregados no que eram as únicas duas destinações possíveis – aquisição de participações societárias e pagamento de custos e despesas relacionados à emissão das Debêntures EBPH –, uma vez que tal parcela dos recursos foi direcionada ao pagamento de *“despesas administrativas [da EBPH] e outros”*.

96. Com efeito, tal destinação reconhecidamente dada pela EBPH não se coadunava com os termos pactuados na Escritura de Emissão. Como apontado no próprio TA, tal questão foi trazida à baila pela Planner Trustee, agente fiduciário dos debenturistas, por meio de notificação extrajudicial à EBPH, que, por sua vez, convocou assembleia geral de debenturistas (*“AGD”*)²⁸ para tratar do assunto. A AGD se deu em 27.07.2018, quando debenturistas representando 92,29% das Debêntures EBPH deliberaram pela

²⁶ A propósito do art. 10 da ICVM nº 476/2009, foi aduzido no TA: *“(…) para que as irregularidades individuais permitam a ocorrência de uma situação anormal de mercado, é relevante que cada um dos regulados relacionados abaixo, conjuntamente, não exerça seus deveres, independente de quem sejam os outros participantes envolvidos: a) o ofertante não oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores (art. 10 da ICVM 476) (…)”*

²⁷ Doc. 0533450.

²⁸ Doc. 0651561.



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

aprovação da reestruturação da operação, rejeitando o item referente ao vencimento antecipado das Debêntures EBPH. Assim, naquela oportunidade, restou concedido *waiver* quanto ao cumprimento da destinação de recursos advindos da integralização das Debêntures EBPH, tendo sido ratificada a utilização dos valores empregados até então.

97. A obtenção da concessão de *waiver* significou que os debenturistas optaram por aceitar o alegado uso que se fez daqueles recursos (ressalvando-se, contudo, que as informações eram incompletas para aqueles que desconheciam o desvio fraudulento que restou posteriormente apurado), descaracterizando, naquele momento, o potencial desvio de recursos (aos olhos daqueles agentes em relação aos quais não se tem certeza ou ao menos indícios, fortes e convergentes, de que conheciam a fraude). Naquele cenário, por si só, não se pode dizer que não tenha sido dedicado tratamento razoavelmente adequado à questão, cabendo, inclusive, reconhecer o esforço do Agente Fiduciário no sentido de regularizá-la. Tratando-se de solução obtida em AGD, portanto ínsita à disciplina das Debêntures EBPH, decorrente da lei e da Escritura de Emissão, seus efeitos – tendo em vista a não evidenciação de efetivo envolvimento dos Gestores na fraude – afastam potencial infração administrativa atinente a alegado uso indevido dos recursos obtidos com a Oferta no que tange exclusivamente ao uso de que tratou a AGD.

98. O segundo problema, por sua vez, diz respeito aos custos com a emissão que, consoante aduziu a Acusação, foram excessivos. Para tanto, a Acusação comparou o percentual destinado a tais custos (10,61%, considerando a soma dos custos diretos e indiretos) com o de outras três emissões, em que tais custos representaram percentual muito inferior, variando de 0,9% a 1,5%.

99. Embora, de fato, chame a atenção a disparidade entre o percentual dos custos na Oferta quando comparado às outras emissões citadas, cabe ressaltar que, neste caso (ao contrário de outros precedentes em que questão semelhante foi suscitada), a Acusação não fez uma análise mais pormenorizada do benchmark que adotou, tendo se limitado a contrastar os custos com os de três emissões referidas de modo aleatório, sem detalhamento sobre sua adequação para fins de comparação à Oferta. Note-se que, em geral, custos associados à estruturação de financiamentos concebidos nos moldes de *project finance* (inclusive por meio de emissão de debêntures) tendem a ser significativamente mais elevados do que no âmbito de operações de crédito corporativo, mesmo que também amparadas em oferta de debêntures.

100. Segundo os defendentes, tal discrepância na comparação de custos seria resultado do fato de que a EBPH era uma empresa de menor porte em contraste com as demais emissoras referidas pela Acusação, além de não apresentar *track record*, tendo em vista se tratar da sua primeira emissão. Tais argumentos não são, por si só, convincentes, posto que são fatores presentes em diversas operações estruturadas por meio de sociedades de propósito específico (“SPE”) e em que cabe considerar um espectro bem maior de informações a respeito dos *Sponsors* do projeto, bem como das características e contratos do projeto



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

e envolvimento de diversas partes no desenho, negociação e contratação do financiamento. Nada disso foi objeto de detalhamento, nem pela Acusação nem pelas defesas, que, ademais, também não trouxeram aos autos quaisquer dados minimamente aprofundados para demonstrar que outras ofertas, realizadas em termos semelhantes e por emissoras de características parecidas, teriam apresentado custos em patamar compatível. Assim, ainda que o percentual de cerca de 10% chame, de fato, atenção, em boa medida, a análise resta inconclusiva, à luz da ausência de elementos colacionados aos autos.

101. O terceiro problema identificado pela Acusação se refere ao fato de que “*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 é um título de crédito e não uma participação societária, desrespeitando o que estava estabelecido na escritura de emissão da debênture*”.

102. Tal problema nem sequer é refutado pelas defesas, restando incontroverso. De todo modo – e sem desconsiderar a gravidade de se destinar recursos para fins diversos dos previstos na Escritura de Emissão – tal como é o caso, pois, como bem destacado pela Acusação, as debêntures emitidas pela LSH Barra não representavam participação societária (inclusive, não se tratava sequer de debêntures conversíveis em ações), cabe repisar a questão do *waiver* obtido na já mencionada AGD de 27.07.2018, que, expressamente, abrangeu a questão do uso de recursos atinente à aquisição de tais debêntures:

“92,29% (...) das Debêntures em circulação votaram no sentido de aprovar a concessão de *waiver* à [EBPH] em relação ao integral cumprimento da destinação de recursos provenientes da integralização das Debêntures, aprovando a utilização dos recursos conforme empregados até esta data, inclusive, sem limitação, aprovando a aquisição pela [EBPH] de Debêntures emitidas pela companhia LSH Barra (...)” (grifos adotados)

103. Como dito, e ainda sem tratar da questão do desvio fraudulento de recursos que não havia sido apontado aos debenturistas nem aos Gestores na ocasião, no que toca especificamente à questão da utilização de recursos para subscrição de valores mobiliários que não consubstanciavam participação societária, a aprovação do *waiver* implicava regularização do inadimplemento, uma vez que os debenturistas expressamente aprovaram tal utilização como empregada até a data da realização da AGD.

104. O quarto problema pontuado pela Acusação foi o fato de que diversas despesas foram irregularmente classificadas como “*pagamento de custos e despesas relacionadas à Emissão*”, mencionando, a título de exemplo, as duas ocorrências descritas a seguir.

105. A primeira foi o pagamento pela EBPH de R\$ 2.293.0000,00 à J. Boyadjian AAI EIRELI (“AAI PJ”), sendo que, consoante o disposto no art. 13, II, da ICVM nº 497/2011, então vigente, era vedado ao



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

agente autônomo de investimento²⁹ (“AAI”) receber recursos de clientes, devendo ser sua única fonte pagadora a instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários de que tivesse sido contratado, atuando como preposto. A AAI PJ, porém, não apenas recebeu remuneração da EBPH, que não integrava o sistema de distribuição de valores mobiliários, como a AAI PJ nem sequer se encontrava vinculada a tal tipo de instituição, conforme consulta ao Sistema de Participantes de Mercado da CVM.

106. O segundo exemplo de despesa irregularmente considerada como custo relacionado à emissão das Debêntures EBPH englobou os “*serviços de auditoria e administração*”, quanto ao que a Acusação destacou o pagamento de R\$ 341.000,00 à Esave Engenharia Mecânica e Consultoria Ltda. (“Esave”).

107. Quanto ao pagamento realizado à AAI PJ, o serviço contratado, em tese, se referia à coordenação e colocação das Debêntures EBPH e, nesse sentido, estaria associado à atividade vinculada à Oferta. Os problemas atinentes à contratação em si, quanto à ausência de registro da AAI PJ etc., são objeto do já mencionado PAS Conexo, também julgado nesta data, e em que a EBPH tampouco figura no polo passivo, tendo a acusação se limitado a pugnar pela responsabilização da Orla, na qualidade de contratante da AAI PJ, e seu diretor responsável, e da própria AAI PJ contratada e seu sócio.

108. Quanto ao pagamento feito pela EBPH à Esave, as defesas restaram silentes e a Acusação não teceu maiores considerações, sendo de se destacar apenas breve menção feita na resposta dada pela Emissora ao Ofício nº 207/2018/CVM/SRE/GER-3³⁰, em textual:

“Cumpre-nos esclarecer que, com relação à Esave, a contratação de tal empresa e, conseqüentemente, a celebração do correspondente contrato de prestação de serviços ocorreu em período no qual a Companhia estava sob sua antiga administração. (...) estamos envidando melhores esforços na busca e localização do referido documento e, neste sentido, nos comprometemos a encaminhar a esta Superintendência a cópia do contrato com a Esave tão logo seja localizada em nossos arquivos”.

109. Não obstante o compromisso assumido pela Emissora na resposta acima, não há evidência nos autos de que o referido contrato tenha sido encontrado, muito menos encaminhado à CVM. Tampouco há qualquer comprovação de que algum serviço tenha, de fato, sido prestado e, se assim tivesse sido, de qual seria seu escopo. De todo modo, considerando o objeto social da Esave – a abranger “*serviços de engenharia*”; “*treinamento em desenvolvimento profissional e gerencial*”; e “*serviços especializados de apoio administrativo não especificados anteriormente*”³¹ –, não seria de se esperar que tal serviço fosse atinente à realização da Oferta. Assim, quanto a isso, entendo que assiste razão à Acusação.

²⁹ Tal nomenclatura era a utilizada à época dos fatos. Após o advento da Lei no 14.317/2022, tais participantes de mercado passaram a ser denominados “assessores de investimento”.

³⁰ Docs. 0551560 e 0538918.

³¹ Conforme Ficha Cadastral Completa emitida em nome da referida empresa perante a JUCESP, essas atividades constam no seu objeto social desde a sua constituição e até aqui não foram objeto de alteração.



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

110. Por fim, o quinto problema referido pela Acusação, foi que “*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 empresa e sua única fonte de receita, aumentando assim o risco de não conseguir pagar o juros e principal da dívida com as debêntures*”, tendo se limitado a essa assertiva.

111. A propósito, ainda que se trate de parcela expressiva (superior a 15%), isso não implica, *per se*, em conclusão de que necessariamente ensejaria maior risco de inadimplemento financeiro, sendo, por certo, um dos diversos elementos a serem considerados em análise do risco de instrumentos de crédito privado, em operação notadamente estruturada para financiamento de projeto em construção conduzido por SPE ainda não operacional. Análises da espécie requerem, sem dúvida, exame do plano de negócios, das premissas adotadas, da existência (ou não) de mitigadores de risco ou de *credit enhancement*, sem falar no exame quanto à consistência (ou não) do pacote de garantias contratado. Nessa linha, o argumento simplista não refuta nem corrobora os aspectos relevantes quanto aos riscos, cabendo examinar o que de concreto se evidenciou, no caso, quanto à realização de operação fraudulenta.

A atribuição de vantagem indevida

112. Consta do TA que, a partir da resposta da EBPH ao mencionado Ofício nº 158/CVM/SRE/GER-3, em que se tratou de evidenciar a destinação dos recursos obtidos com a Oferta, chamou à atenção da SRE o montante de R\$ 1.739.962,13 pago à Tetris Advisory Consultoria e Participações Ltda. (“**Tetris**”). Foi então enviado novo ofício à Emissora, o também já referido Ofício nº 207/2018/CVM/SRE/GER-3, solicitando à EBPH que encaminhasse: (i) os contratos de prestação de serviços firmados com a Tetris; (ii) evidências da prestação de serviços; e (iii) as contas bancárias que receberam os pagamentos.

113. Em sua resposta³², a EBPH disponibilizou o referido contrato³³, tendo por objeto “[*m*]andato para assessoria na estruturação de operação de captação de recursos”. Consoante sua Cláusula 2.2., era escopo: (i) “*definir os termos e condições para a implementação da Operação, observados os termos e condições constantes no presente instrumento*”; (ii) “*coordenar e assessorar o trabalho de consultores legais e dos demais técnicos que porventura poderão ser contratados no âmbito da Operação*”; (iii) “*estruturar a Operação em relação a seus aspectos financeiros*”; (iv) “*conduzir as negociações dos documentos necessários à estruturação das debêntures*”; e (v) “*conduzir as tratativas com os prestadores de serviços que poderão ser envolvidos na estruturação e implementação da Operação, tais como assessores legais, agente fiduciário, agências de classificação de risco, dentre outros*”.

114. Todavia, como apontou a Acusação, “*não foi apresentada qualquer evidência referente à realização do suposto serviço contratado, o que causa estranheza, especialmente se for considerada a*

³² Doc. 0551560.

³³ Doc. 0551567.



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

representatividade do montante pago ao prestador de serviço”.

115. Com efeito, na resposta da EBPH, não houve sequer tentativa de demonstrar ter ocorrido efetiva prestação dos serviços, que, por sua natureza – diante do escopo acima descrito –, por certo teria deixado extenso lastro documental. Pelo contrário, houve apenas um esforço para a tentativa de escusa:

“[e]m relação à solicitação formulada no item “b” do Ofício, informamos que todos esses serviços foram prestados durante o período em que a antiga administração estava à frente da [EBPH], razão pela qual precisaremos empreender buscas mais aprofundadas em nossos arquivos e servidor de e-mails com vistas à localização de documentos e correspondências físicas e/ou eletrônicas capazes de demonstrar ‘evidências da prestação dos serviços contratados’”.

116. A explicação não convence, ainda mais tendo em vista que tais alegadas tentativas ou restaram de todo infrutíferas ou resultaram em informações sonegadas, pois nada de concreto foi apresentado. Independentemente de quem estava à frente da administração da Emissora, à época da suposta prestação de serviços, não é plausível a ausência total de qualquer *paper trail* a amparar pagamentos no montante de quase 2 milhões de reais. Vale notar que, apesar de, à época, Oswaldo Pano Filho ter respondido na qualidade de presidente da EBPH (evidenciando, ao que parece, que Manuel Lamas não mais estava exercendo a função; tendo havido, de fato, ao menos uma troca na administração), referido acusado sempre esteve envolvido na administração da EBPH, ocupando, desde o princípio, o cargo de presidente do Conselho de Administração. Além disso, era proprietário de ações representativas de 50% do capital social da Emissora, de modo que sua proximidade com as atividades da SPE não corrobora a alegação de que apenas a “antiga administração” poderia comprovar ter havido a efetiva prestação dos serviços.

117. Como se já não bastasse a gravidade da ausência de comprovação da prestação de serviços, consoante detalhado no TA, “[p]ara aprofundar as investigações referentes ao tema, a SIN realizou análises nas contas bancárias da Tetrís e identificou movimentações envolvendo valores recebidos da EBPH e valores pagos ao Sr. [Manuel Lamas], que até junho de 2017 era o Diretor Presidente e membro do conselho de administração da EBPH”. Segundo consta de tabela constante do TA, entre 01.07.2016 e 19.02.2018, a Tetrís recebeu da EBPH transferências que somam R\$ 1.634.863,39. No mesmo período, Manuel Lamas, presidente da EBPH, recebeu da Tetrís ao menos R\$ 1.023.480,00.

118. Na tentativa de justificar o recebimento de tais valores, Manuel Lamas, em resposta ao Ofício nº 406/2018/CVM/SRE/GER-3³⁴, alegou, em síntese, que se referiam, em parte, à remuneração de dividendos mínimos mensais, de R\$35.000,00, que lhe seria devida pela Tetrís Capital Gestora de Recursos Ltda. (“Tetrís Capital”):

³⁴ Docs. 0633364 e 0639870.



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

“[t]endo em vista que durante o período que exerci a função de administrador de carteiras responsável pela Tetris Capital (Tetris Capital Gestora de Recursos Ltda., sociedade que pertencia ao mesmo grupo da Tetris Advisory) perante a CVM se passaram 23 meses, entre janeiro de 2015 e dezembro de 2016, recebi a quantidade total de R\$ 805.000,00 (...).

A Tetris Capital não possuía uma fonte de receitas capaz de fazer frente a todos os pagamentos devidos a mim durante o período que ali estive.

Portanto, acordei com os sócios controladores da Tetris Capital o meu ingresso na Tetris Advisory (detendo apenas duas cotas) para que eu pudesse receber minha remuneração (...).

Entretanto, mesmo a Tetris Advisory demorou a realizar os pagamentos devidos a mim em tal período. Comecei a receber a maior parte dos pagamentos apenas a partir de julho de 2016, mas em tal hipótese recebi os valores que me eram devidos retroativo a fevereiro de 2015, dado que antes disso a Tetris Advisory também não possuía fluxo de caixa suficiente para fazer frente aos meus dividendos mensais fixos.

Adicionalmente, recebi um bônus de R\$ 300.000,00 por ter auxiliado a Tetris Capital a obter a certificação ANBIMA, tendo tal bônus sido combinado com os sócios controladores da Tetris Capital antes de meu ingresso.

Por fim, quando de minha retirada do capital social da Tetris Capital em dezembro de 2016, recebi uma remuneração de saída no valor R\$ 150.000,00, que equivale ao valor de venda da minha participação”.

119. Todavia, não foram trazidos quaisquer documentos que pudessem lastrear tais assertivas apresentadas por Manuel Lamas quanto à remuneração a ele supostamente devida, seja em relação a tais dividendos mínimos mensais, seja quanto a bônus pela obtenção de certificação ANBIMA ou à alienação de suas cotas de emissão da Tetris Capital, em que pese tais operações, por natureza, também demandassem formalização documental. Ademais, não foram apresentados quaisquer documentos que tivessem o condão de comprovar os serviços por ele supostamente prestados à Tetris Capital.

120. Considerando a ausência de qualquer evidenciação em concreto, bem como a flagrante posição de conflito de interesses de Manuel Lamas – que, durante a maior parte do tempo em que recebeu valores da Tetris, era seu sócio e, ainda, diretor presidente da EBPH, entendo que restou bem evidenciada, pelo conjunto de indícios contundentes e convergentes, a realização de operação fraudulenta cujo ardid residia justamente no desvio dos referidos recursos captados na Oferta.

121. Note-se que, a este respeito, na peça de defesa conjunta, os defendentes se limitaram a argumentar que “[é] de conhecimento desta autarquia que Manuel Lamas prestou esclarecimentos e juntou documentos relativamente ao vínculo existente com a Tetris e os fundamentos para o recebimento dos valores que em nada estão vinculados à emissão”.

122. Assim, não obstante muitos dos aspectos apontados pela Acusação como problemáticos,



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

notadamente quanto à decisão de investimento da Emissora no FIP LSH, não tenham se revelado como ardis ou artifícios em concreto, ante todo o exposto, entendendo que a Acusação conseguiu evidenciar, naqueles em que, como dito acima, teve êxito, indícios robustos e convergentes suficientes para caracterizar os elementos de autoria e materialidade quanto à prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, por parte dos acusados EBPH, Oswaldo Pano Filho, Alexandre Rodrigues e Manuel Lamas, em razão dos desvios verificados no âmbito da Oferta.

123. Note-se, inclusive, que flagrantemente reprováveis os pagamentos realizados à Tetris seguidos de repasses a Manuel Lamas, todos desacompanhados de quaisquer evidências capazes de lastrear as escusas que foram trazidas a título de supostas justificativas, agravado pelo contexto em que ocorreram maculado pela existência de interesses conflitantes, às escuras e se utilizando de estrutura de investimentos “em camadas”, tornando mais difícil a percepção dos investidores, ao que parece com o fito de afastar do alcance de conhecimento pelos adquirentes das Debêntures EBPH. Ademais, houve também os pagamentos feitos à AAI PJ e à Esave, também sem quaisquer comprovações da contraprestação em serviços e, no caso da Esave, sem que sequer ter sido comprovada a existência de contrato a amparar os pagamentos, evidenciando fortes indícios de desvio de recursos captados na Oferta, ainda que não se tenha conseguido apontar, quanto aos valores subjacentes, os destinatários finais dos valores indevidamente pagos às referidas empresas, como ocorreu quanto à Tetris.

124. De todo modo, restaram evidenciados os três requisitos necessários à configuração da infração de operação fraudulenta: houve o emprego de ardis (quais sejam, os repasses a Manuel Lamas e os pagamentos referentes a serviços sem prestação comprovada, em claro desvio em relação à destinação de recursos pactuada na Escritura de Emissão); houve a manutenção de terceiros em erro (os adquirentes das Debêntures EBPH e, em última instância, os cotistas dos Fundos que as adquiriram, sendo que o *wavier* concedido claramente não abarcava tais desvios fraudulentos); e houve quem se beneficiasse, direta e sabidamente, os acusados EBPH e seus sócios Oswaldo Pano Filho e Alexandre Rodrigues, seu presidente, Manuel Lamas, e as empresas Tetris, Esave e AAI PJ.

125. Por fim, quanto à autoria, cabe pontuar que, pelo contexto e dimensão, tem-se que as condutas infracionais praticadas em nome da EBPH eram de conhecimento e participação, seja por atuação direta ou por omissão dolosa, de seus sócios Oswaldo Pano Filho e Alexandre Rodrigues, na qualidade de acionistas detentores, em conjunto, da totalidade das ações da EBPH e, ainda, de membros do Conselho de Administração, como de Manuel Lamas, presidente da EBPH.

126. Manuel Lamas assinou os contratos com Tetris e a AAI PJ e – embora a defesa conjunta não tenha sequer negado o conhecimento acerca de tais contratações por parte de Oswaldo Pano Filho e Alexandre Rodrigues – o estatuto social da EBPH previa que a assinatura de contratos não contemplados



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

no orçamento anual aprovado pela assembleia geral e de valor superior a R\$ 1.000.000,00 (individualmente, ou no agregado, anual), só poderiam ser celebrados com a anuência do CA.

127. A esse respeito, vale também observar que os contratos firmados pela EBPH com Tetris e com a AAI PJ, respectivamente, superam, por si, o referido valor e o supostamente firmado com a Esave, embora individualmente não supere tal montante, teve pagamento realizado em 15.09.2016, data que não se distancia em mais de um ano das datas de pagamento dos outros contratos. Consoante Despacho – GAIN datado de 05.07.2018³⁵, os pagamentos relacionados ao contrato com a Tetris foram realizados entre 01.07.2016 e 19.02.2018³⁶; e os relacionados ao contrato com a AAI PJ foram realizados entre 30.09.2016 e 08.02.2018. O mesmo despacho faz referência, ainda, a contrato firmado com uma quarta pessoa jurídica, no valor de R\$ 410.000,00, cujo pagamento foi efetuado pela EBPH em 03.11.2016.

128. Assim, considerando o conjunto fático-probatório, incluindo os indícios fortes e convergentes supramencionados, voto pela condenação dos acusados EBPH, Oswaldo Pano Filho, Alexandre Rodrigues, e Manuel Lamas, quanto à infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários.

A.2. Gestores dos Fundos e seus diretores responsáveis pela administração de carteira

129. Também foram acusados de infringir ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, os Gestores dos Fundos que adquiriram as Debêntures EBPH e seus respectivos diretores responsáveis pela administração de carteira.

130. A Acusação reputou haver fortes indícios de que os Gestores atuaram em conluio com a EBPH, faltando com seus deveres de diligência, no momento da aquisição das Debêntures EBPH, e de lealdade, ao não votar pela declaração de vencimento antecipado da dívida em AGD.

131. A este respeito, vale observar que, apesar de a Acusação mencionar expressamente que houve descumprimento de tais deveres – fazendo, inclusive, menção ao art. 92, I, da ICVM nº 555/2014³⁷ –, no TA, nas seções dedicadas à capitulação das infrações pelas quais pugnou pela responsabilização dos Gestores³⁸, tal dispositivo não é sequer mencionado. Com efeito, tem-se que, mais uma vez, a Acusação reputou ter havido negligência e, nas AGDs, deslealdade, mas optou por perseguir a responsabilização

³⁵ Doc. 0550139.

³⁶ Vale observar que, segundo tabela contida no TA, apenas no ano de 2016, foram recebidos pela Tetris R\$1.374.298,89, a título de pagamentos efetuados pela EBPH.

³⁷ 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.

³⁸ Seção “DAS INFRAÇÕES COMETIDAS” e “DAS RESPONSABILIDADES”.



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

dos Gestores pela realização de operação fraudulenta, que seria a conduta, a seu ver, prevalente.

132. Vale dizer, para a Acusação, os Gestores teriam descumprido seus deveres fiduciários (de diligência e de lealdade) não por descuido, mas propositadamente, como forma de corroborar a perpetração da fraude, em detrimento dos Fundos e, em última análise, dos cotistas investidores. Com efeito, após elencar os Fundos que subscreveram as Debêntures EBPH³⁹ e seus respectivos Gestores e Administradores, a Acusação aduziu que:

“123. Foram apresentados acima todos os gestores responsáveis pelos fundos de investimento e também outras ofertas públicas com esforços restritos irregulares ou sob investigação que foram adquiridas por alguns dos fundos de investimento aqui investigados, o que reforça, nesses casos, a existência de um modus operandi em que os recursos das RPPS eram repetidamente utilizados com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação ou para terceiros.

144. Ou seja, mesmo diante das inconsistências e equívocos notáveis em toda a operação, ao terem a oportunidade de decidir pelo vencimento antecipado das debêntures, os gestores deliberadamente aceitaram permanecer no investimento e procrastinar a tomada de decisão em mais de uma oportunidade, ainda que os recursos da oferta tenham sido utilizados em desacordo com o estabelecido na escritura de emissão e com riscos aos cotistas dos fundos, para, por fim, decidir pela concessão de waiver.

145. Tal comportamento tolerante por parte dos gestores com desrespeito e discordâncias com o estabelecido nas escrituras de debêntures não é uma exclusividade da oferta da EBPH. Este modus operandi já foi identificado em outras ofertas sob investigação, onde os gestores, representando fundos de investimento compostos por cotistas RPPS, atuam com falta de diligência tanto no momento da aquisição dos ativos como nas oportunidades de manifestações em AGD's.

149. Todos esses elementos apresentados referente a falta de diligência dos gestores na aquisição das debêntures da EBPH e na votação das AGD's demonstra não apenas uma falta de lealdade com os cotistas, mas também fortes indícios da formação de um conluio com o emissor, EBPH PARTICIPAÇÕES S.A., o Sr. Oswaldo Pano Filho, o Sr. Alexandre Luiz Trigo Rodrigues e o Sr. Manuel Cerdeiriña Lamas, que realizaram 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 ou para terceiros. Por esta razão, conclui-se que essas pessoas jurídicas e seus responsáveis sejam acusados por infração ao item I c/c item II, letra “c” da ICVM nº 08/79. (grifos adotados)

133. Como se depreende do TA, a concomitante atuação supostamente negligente e desleal de todos

³⁹ Trata-se dos Fundos investidores referidos no Relatório. V. Termo de Acusação (Doc. 0649888).



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

os Gestores dos Fundos subscritores das Debêntures EBPH, assim como as alegadas similitudes entre o comportamento desses Gestores na Oferta objeto deste PAS e em outras nas quais a Acusação também vislumbrara irregularidades (tratadas em outros processos sancionadores), ao ver da Acusação, constituiriam indícios de que teria havido unidade de desígnios entre os Gestores e a Emissora para a prática de operação fraudulenta no mercado de capitais⁴⁰.

134. Isso posto, para fins de organização, abordo os argumentos trazidos pela Acusação a partir dos referidos marcos: (i) a aquisição das Debêntures EBPH e (ii) a participação em AGDs.

A aquisição das Debêntures EBPH

135. O primeiro aspecto que levou a Acusação a concluir ter havido falta de diligência foi a sua percepção sobre a oportunidade de investimento, dada a estrutura adotada para o financiamento do projeto ainda em construção. Para a Acusação, não seria “racional” investir num empreendimento maculado por um desnecessário “risco de camadas”:

“(…) é possível notar uma importante incoerência na decisão de investimento dos gestores, pois não seria racional correr todos os riscos intrínsecos à EBPH se sua única fonte de recursos eram cotas do FIP LSH, afinal de contas, se as cotas do FIP LSH tivessem uma performance menor que a necessária, a EBPH não teria condições de honrar as debêntures, e se fosse maior, esse retorno ficaria com a EBPH.”

136. Um investidor racional, conforme aduziu, optaria por adquirir as cotas do próprio FIP LSH, as debêntures emitidas pela própria LSH Barra ou, ainda, participar de outros investimentos sem o referido “risco de camadas”, que, inclusive, teria se concretizado, uma vez que *“a EBPH utilizou praticamente 20% dos recursos das debêntures para outras finalidades que não a aquisição de participações, infringindo as regras da escritura de debêntures e aumentando o risco de crédito da operação”*.

137. Em outras palavras, a Acusação reputa que o investimento nas Debêntures EBPH feito pelos diversos Gestores para a carteira dos respectivos Fundos que geriam consubstanciara uma decisão “irracional”, notadamente, pelo fato de que o FIP LSH era o único investimento da EBPH e existia um “risco de camadas”, quando caberia “optar” por outras estruturas, a fim de investir na LSH Barra.

138. Quanto ao primeiro ponto, cabe reconhecer que um portfólio pouco diversificado (ou nada diversificado) pode tender a representar um investimento mais arriscado e demandar expectativa de

⁴⁰ Nesse sentido, constou do TA: *“Todos esses elementos apresentados referente a falta de diligência dos gestores na aquisição das debêntures da EBPH e na votação das AGD’s demonstra não apenas uma falta de lealdade com os cotistas, mas também fortes indícios da formação de um conluio com o emissor, EBPH PARTICIPAÇÕES S.A., o Sr. Oswaldo Pano Filho, o Sr. Alexandre Luiz Trigo Rodrigues e o Sr. Manuel Cerdeirinha Lamas, que realizaram 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 ou para terceiros”*.



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

retorno apropriado à assunção de maiores riscos, análise quanto à qual, de todo modo, não cabe à CVM se substituir aos Gestores. Ademais, as análises de risco de crédito em relação a debêntures consideram sua natureza de valores mobiliários e, também, títulos de crédito e, em regra, instrumentos de renda fixa (embora haja também instrumentos que conferem participação no lucro da emissora, prêmio de reembolso e, ainda, previsão de conversibilidade em ações, o que, de todo modo, não era o caso das Debêntures EBPH). Debêntures emitidas por SPEs para financiar projetos em construção se revestem de ainda maior complexidade quanto à avaliação de risco-retorno e precificação.

139. Em certa medida, não deixa de ser compreensível o prisma de análise suscitado pela Acusação. Entretanto, a apreciação quanto à suficiência, ou não, do retorno pactuado, refletido na alta taxa de juros remuneratórios das Debêntures EBPH (CDI + 140%), vis-à-vis os riscos atinentes a eventual inadimplemento, é, por natureza, carregada de subjetividade. Ademais, diante da falta de evidência de que os Gestores tinham ciência dos desvios fraudulentos perpetrados (o que sequer é especificamente aduzido pela Acusação) nem tampouco de que estivessem conflitados, cabe reconhecer que se está diante de matéria não sujeita ao crivo da CVM quanto ao mérito da avaliação nem da decisão tomada.

140. Outro aspecto de intrincada subjetividade é a análise quanto à escolha de outras oportunidades de investimento ou outras estruturas de investimento sobre a mesma oportunidade. A Acusação sugere que o “racional” seria que os Fundos tivessem investido diretamente no FIP LSH ou nas debêntures emitidas pela LSH Barra, mas, para tanto, nem ao menos se dedica a demonstrar que tais oportunidades estivessem efetivamente disponíveis. De todo modo, mais uma vez, tem-se questões de mérito negocial, cujo juízo de valor, nas circunstâncias apontadas, não se submetem ao crivo desta Autarquia.

141. Note-se que a Acusação imputa aos Gestores responsabilidade em razão de conluio na operação fraudulenta, mas, ao discorrer sobre as condutas dos Gestores aduz ter havido falta de diligência na avaliação das Debêntures EBPH. Isso por que, ao ver da Acusação: (i) os Gestores teriam ignorado os problemas inerentes ao Hotel LSH (“*que estava com as obras atrasadas, títulos de crédito protestados e um fluxo de caixa futuro baseado em valores superestimados*”) e ao 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*”); e (ii) os Gestores teriam descumprido o Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº6/2014, pois “*em seu item 25 é estabelecido que 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*”.

142. Quanto ao item (i), acima, faço referência às considerações feitas na seção deste voto que versa sobre a aquisição de quotas do FIP LSH, em que tratei da análise da conduta dos acusados EBPH, Alexandre Rodrigues, Oswaldo Pano Filho e Manuel Lamas, esclarecendo que a Acusação não trouxe



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

aos autos elementos que permitam aferir o que e quando passaram a ser de amplo conhecimento os fatores prejudiciais aos quais a Acusação pontuou estarem sujeitas as cotas do FIP LSH e o Hotel LSH, liame que resta ainda mais frágil em relação ao fluxo de informações passadas aos Gestores.

143. Ainda que seja relevante considerar que as aquisições de Debêntures EBPH pelos Fundos não pararam antes da segunda oferta de cotas do FIP LSH (iniciada em 23.09.2016, data a partir da qual, como dito, os problemas mais relevantes quanto ao empreendimento começaram a vir à tona), tendo a última se dado apenas em 02.02.2018, mesmo em relação a essas aquisições mais tardias, a Acusação aduziu que os problemas existiam e que os Gestores deveriam ter tomado conhecimento e os ter reputado impeditivos à aquisição das Debêntures EBPH pelo Fundos.

144. De forma bem sintética, a Acusação apontou: (i) em relação à FMD Gestão, que essa teria se baseado somente no trabalho de terceiros, como da Argus e da Planner Trustee; (ii) em relação à TMJ Gestão, que suas verificações adicionais seriam pouco relevantes e não compensariam o “altíssimo” risco da operação; (iii) em relação à Bridge Administradora, sua análise teria se limitado apenas à Emissora; (iv) em relação à Terra Nova, sua análise teria se limitado ao exame do Relatório de Rating; e (v) em relação à Bridge Gestora, sua análise teria se limitado apenas à Emissora. Todas as referidas condutas teriam, em comum, traços de negligência, mas a Acusação imputa aos Gestores responsabilidade por infração dolosa sem acrescentar qualquer elemento tradutor de intencionalidade.

145. Vale repisar que a própria Acusação sustentou que a EBPH e seus sócios Oswaldo Pano Filho e Alexandre Rodrigues e seu presidente Manuel Lamas não teriam prestado informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes aos investidores, como exigido pelo art. 10 da ICVM nº 476/2009, em razão justamente de omissão quanto aos problemas enfrentados pelo FIP LSH e o empreendimento.

146. Quanto ao item (ii), segundo a Acusação a análise dos Gestores deveria contemplar, no mínimo, os seguintes aspectos:

“No que diz respeito ao devedor:

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.

No que diz respeito 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 e) análise de variáveis como yield, taxa de juros, duration, convexidade, volatilidade, entre outras que possam ser consideradas relevantes.”



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

147. Quanto à Emissora, no caso concreto, a própria Acusação considera que seis de tais itens não seriam aplicáveis, por se tratar de empresa recém-criada, sem histórico de mercado (quais sejam, situação econômico-financeira, grau de endividamento, capacidade de geração de resultados, fluxo de caixa, pontualidade e atrasos nos pagamentos e limites de crédito). Em relação aos demais aspectos (administração e qualidade de controles, contingências e setor de atividade econômica), a Acusação não chegou a efetivamente tecer maiores considerações.

148. No que diz respeito aos aspectos pertinentes à operação, a Acusação mencionou que apenas cinco dos itens seriam aplicáveis, mas todos teriam sido inconclusivos. Segundo aduziu, “[o]s critérios (a) natureza e finalidade da transação; e (b) (...) análise das características das garantias, visando a sua exequibilidade (...), apresentam problemas conforme apresentados na seção Emissão e Agência de Rating deste documento”, enquanto “os critérios (c) valor; (d) prazo; e e) análise de variáveis como yield, taxa de juros, duration, convexidade, volatilidade, entre outras que possam ser consideradas relevantes foram inconclusivos, já que, como já mostrado (vide parágrafos 81 até 91), a percepção a respeito das reais condições de endividamento e atraso nas obras não captou a realidade” (grifei).

149. Em relação ao referido no item (a), acima, me reporto novamente à seção deste voto que aborda a aquisição de quotas do FIP LSH, detalhando não se tratar de decisão desarrazoada, no contexto da época. Quanto ao item (b), a Acusação não apontou qualquer característica das garantias que implicasse em sua inexecutabilidade ou em alguma falha na sua constituição. Concentrou seus argumentos na questão de que, em essência, todas as garantias estavam atreladas ao sucesso do empreendimento.

150. A esse respeito, cabe reconhecer que, via de regra, projetos “greenfield” ou ainda em fase de construção, em que não se tem garantia quanto a, ao menos, um fluxo base de recebíveis para empresa já operacional, mesmo quando financiados por meio de produtos estruturados (incluindo debêntures inseridas em modalidade de *project finance*), costumam contar com suporte de *Sponsors*, mecanismos de *credit enhancement* ou garantias de *completion* etc., constituindo aplicações de maior risco na ausência de tais elementos. Assim, a ausência de exame de tais aspectos pode sim revelar avaliação desprovida de diligência, o que não quer dizer que possa ser tida como indício de conluio em fraude.

151. Note-se que a Acusação não aponta envolvimento dos Gestores na contratação dos *valuations* apresentados, que, apesar de indicarem valores distintos, mesmo nos cenários mais pessimistas, indicavam que ao empreendimento não seria atribuído valor desprezível⁴¹. Também não aduziu qualquer ingerência dos Gestores na avaliação do valor do imóvel em que situado o Hotel LSH. A esse respeito, foi trazido aos autos, pela TMJ Gestão, laudo de avaliação emitido em 17.04.2017, em que constava o

⁴¹ O *valuation* produzido pela Baker Tilly traz o valor de R\$ 257,4 milhões, enquanto o produzido pela Avalor apontava o valor de R\$351 milhões.



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

valor de R\$ 432.000.000,00⁴², sendo tal imóvel de propriedade da própria LSH Barra.

152. Os aspectos (c), (d), e (e) foram considerados inconclusivos por conta “*das reais condições de endividamento e atraso nas obras [que] não captou a realidade*”. A acusação fez referência a críticas quanto ao relatório produzido pela Baker Tilly, em que o empreendimento foi avaliado em cerca de R\$ 257,4 milhões, sobretudo quanto a suas premissas de fluxo de caixa projetado. De todo modo, mais uma vez, o que criticou foi a alegada falta de diligência dos Gestores, que teriam se fiado em avaliações contratadas e realizadas por terceiros, sem apontar sequer ciência quanto à fraude.

A participação em AGDs

153. Como relatado, após a subscrição das Debêntures EBPH pelos Fundos no âmbito da Oferta, houve desvio quanto à destinação de recursos captados pela Emissora, em descumprimento do que dispunha a Escritura de Emissão. Além dos desvios fraudulentos já detalhados neste voto, quanto ao que não foram apontados indícios quanto à ciência pelos Gestores, houve destinação dissonante com o originalmente previsto, mas que contou com posterior *waiver* dos investidores. Com efeito, como já detalhado, R\$ 4.245.971,39 foram utilizados para cobrir despesas administrativas da Emissora, e cerca de R\$ 1.100.000,00 para adquirir debêntures de emissão da LSH Barra. Quanto a esses recursos, em específico, a Planner Trustee, na qualidade de agente fiduciário dos debenturistas, enviou notificação extrajudicial à Emissora, que, por sua vez, convocou uma AGD para tratar do assunto.

154. Como dito, tal AGD foi realizada em 27.07.2018, oportunidade em que debenturistas representando 92,29% das Debêntures EBPH deliberaram pela aprovação da reestruturação da operação, rejeitando o item referente à declaração de vencimento antecipado das debêntures. Foi concedido, assim, por investidores alheios quanto à fraude perpetrada, *waiver* quanto ao cumprimento da destinação de recursos captados com a Oferta, tendo sido ratificada a utilização dos valores empregados até então.

155. Diante dessa sucessão de eventos, a Acusação entendeu que os Gestores teriam descumprido seu dever de lealdade em face dos cotistas dos Fundos sob sua respectiva gestão. Isso porque, para a Acusação, a declaração de vencimento antecipado das Debêntures EBPH era medida que se impunha.

156. Tal abordagem, entretanto, revela-se impregnada por juízo de valor que, ausentes elementos concretos (ainda que indiciários) de conduta dolosa (seja comissiva ou omissiva) que pudesse efetivamente caracterizar conluio de tais prestadores de serviço com a Emissora e seus sócios e administradores, não cabe à CVM exercer, tratando-se de decisão de mérito negocial.

157. Não obstante, a Acusação se limitou a asseverar que o vencimento antecipado seria o melhor caminho para os debenturistas, pautando-se em informações que não demonstrou que estivesse

⁴² Doc. 0799206.



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

disponíveis, à época, para os Gestores.

158. A propósito, importa ressaltar que a concessão de *waivers* por debenturistas em AGD é fato relativamente usual, especialmente em situações nas quais não se vislumbra um prognóstico favorável ao recebimento integral no advento de declaração de vencimento antecipado das debêntures, diante das circunstâncias envolvidas (situação econômico-financeira da emissora e capacidade de pagamento, natureza de eventuais garantias prestadas e efetividade de sua execução, risco de o vencimento antecipado acarretar descumprimento de *covenants* perante demais credores e de a emissora entrar em situação de insolvência, frustrando o recebimento do crédito etc.).

159. Ainda assim, a Acusação reputou reunidos elementos de falta de diligência dos Gestores na aquisição das Debêntures EBPH e na votação em AGD que “*demonstram não apenas uma falta de lealdade com os 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 (...). Por esta razão, conclui-se que [os Gestores] e seus responsáveis sejam acusados por infração ao item I c/c item II, letra “c” da ICVM nº 08/79*”.

160. Contudo, em que pese todas as fragilidades já detalhadas, a meu juízo, o fator que mais pesa para que se conclua pela impossibilidade de condenar os Gestores por realização de operação fraudulenta é a ausência de um conjunto de provas (indiciárias ou não) minimamente robustas quanto ao aludido conluio com a Emissora e seus sócios e administradores.

161. Mesmo que pudesse se entender ter havido descumprimento ao dever de diligência, no que diz respeito à avaliação do investimento nas Debêntures EBPH, ou deslealdade, no tocante às votações em AGD, ainda assim, a Acusação precisaria ter elaborado como que, no caso concreto, tais condutas, que poderiam, em tese, caracterizar infração ao art. 92, I, da ICVM nº 555/2014, constituiriam, por si só, indícios fortes, consistentes e convergentes da prática de operação fraudulenta, o que não teve êxito em fazer. Afora o fato de que, segundo a tese acusatória, os Gestores falharam na avaliação do ativo em que investiram e fizeram concessões indevidas à Emissora quanto a inadimplementos de cláusulas da Escritura de Emissão, no âmbito de AGD (em que não deliberaram no sentido de que a Acusação achava que deveriam), não há elementos suficientes que sustentem eventual responsabilização por infração ao item I c/c item II, “c”, da Instrução CVM nº 8/1979, imputada aos Gestores.

162. Diz-se, ainda, que os Gestores tiveram comportamentos semelhantes no âmbito de outras ofertas, também investigadas à época pela CVM, a corroborar ter se tratado de uma atuação concertada entre a Emissora e os Gestores⁴³. Em que pese a plausibilidade, em tese, do argumento, esse deve ser recebido

⁴³ O TA cita as seguintes ofertas públicas de debêntures: (i) Debêntures de emissão da Ano Bom Incorporação e



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

com reservas, ante as fragilidades que encerra, ao desconsiderar, por exemplo, o seguinte:

- (i) A coexistência, à época da instauração deste PAS, de outras investigações em curso ou mesmo outras acusações formuladas em face dos Gestores não pode ser considerado, *per se*, como indício de que esses teriam atuado de modo fraudulento na Oferta das Debêntures EBPH;
- (ii) Para fundamentar tal assertiva seria, no mínimo, necessário demonstrar que as circunstâncias atinentes ao objeto deste PAS e ao de tais outros processos eram, de fato, semelhantes, apontando o quanto pertinente a cada um dos Gestores, no âmbito de cada operação, sendo descabida uma equiparação genérica, com base em suspeitas; e
- (iii) Não se podia de antemão descartar a possibilidade de que os Gestores, ainda que possam ter tido falhas de diligência, pudessem ter sido igualmente vítimas de fraude concebida unicamente no âmbito da Emissora, valendo também pontuar que acusações por falha de diligência (e não por operação fraudulenta) foram formuladas em ao menos alguns de tais outros processos.

163. Por fim, releva considerar que, seja em suas manifestações prévias, seja em suas peças de defesa, a maioria dos Gestores colacionou relatos e documentos acerca de seus procedimentos destinados à análise da oportunidade de investimento nas Debêntures EBPH, principalmente, com o fito de demonstrar que se tratou de decisão informada e, à época, fundamentada em informações tidas pelos Gestores como verdadeiras, acerca das características atrativas do empreendimento desenvolvido pela LSH Barra. A Acusação, todavia, não as analisou individualmente de forma detida, tendo se limitado a, no mais das vezes, utilizar argumentos genéricos para rebatê-los.

164. A título exemplificativo, em relação à FMD Gestão, a Acusação menciona que “[p]or sua resposta [na fase investigativa], é possível perceber como a FMD baseou sua avaliação no trabalho de terceiros como a agência de rating e o agente fiduciário, sem comprovar **diligência na análise ao adquirir as debêntures da EBPH e não considerando todos os problemas apontados no início desta seção dos Gestores**”. A Acusação, no entanto, não apontou sinais de alerta nem explanou a razão pela qual, neste caso, a referida gestora não podia legitimamente confiar no trabalho de terceiros.

165. A não ser que se considere que, por si só, a confiança no trabalho de terceiros é indício de participação em esquema de operação fraudulenta – o que, por certo, não deve ter sido a intenção, tendo em vista a discrepância dessa ideia com a realidade das práticas e princípios de regulação do mercado de capitais –, tem-se que a Acusação falhou na elaboração do argumento, o qual deveria ter apontado *red flags* de conhecimento da FMD Gestão quanto a tais prestadores de serviço, o que não ocorreu.

166. A mesma falta se deu a respeito da Terra Nova, contra a qual a Acusação, sem apresentar maiores

Empreendimentos S.A., então sob apuração o no Processo CVM nº 19957.002498/2018-10; (ii) Debêntures de emissão da Venture Capital Participações e Investimentos S.A., então objeto do PAS CVM nº 19957.008816/2018-48; e (iii) Debêntures de emissão da LSH Barra Empreendimentos Imobiliários S.A., então sob investigação no Processo CVM nº 19957.006298/2018-28.



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

fundamentos, formulou a acusação de conluio na fraude simplesmente por ter se baseado no Relatório de Rating: *“a prática da TERRA NOVA de se basear no relatório de rating para avaliar a realização do investimento, não está de acordo com os procedimentos indicados ao mercado pela CVM como melhores práticas por meio do OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 6/2014”*.

167. Ainda que tivesse sido comprovada a falha alegada, como detalhado anteriormente, não haveria como subsumir tal conduta, por si só, ao tipo previsto no item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979.

168. Quanto à TMJ Gestão, a Acusação chegou a reconhecer haver *“argumentos para justificar sua decisão de investimento”*, porém aduziu que *“espera-se que um gestor de fundo de investimentos exerça suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, logo não seriam verificações adicionais e menos relevantes, motivos capazes de compensar o altíssimo risco intrínseco à operação”*. Como já dito, a análise quanto à escolha de outras oportunidades de investimento ou outras estruturas de investimento sobre a mesma oportunidade é aspecto de intrincada subjetividade. Consta-se ser excessivamente genérica a sugestão de que o “racional” seria investir diretamente no FIP LSH ou nas debêntures emitidas pela LSH Barra, como abordado anteriormente.

169. No que concerne à Bridge Administradora e a Bridge Gestora, a Acusação considerou que *“mesmo sabendo que a destinação dos recursos obtidos pela EBPH seria o empreendimento LSH Hotel por meio do FIP LSH (...), aplicou alguma análise sobre a emissora que não foi repetida sobre o FIP e o empreendimento”*. Em que pese pudesse ter sido bem-sucedido o argumento de que a diligência da gestora foi insuficiente, tendo em vista a imputação de operação fraudulenta, que prevaleceu, ao final, faltou a elaboração de razões específicas quanto à subsunção da conduta ao tipo administrativo.

170. Em suma, conluio que a Acusação não se desincumbiu do ônus de demonstrar a presença, na atuação dos Gestores, dos elementos exigidos para a configuração de prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, anteriormente abordados, mais detidamente, neste voto, a saber: (i) a utilização de ardil ou artifício; (ii) a indução ou manutenção de terceiros em erro; e (iii) a intenção de obter vantagem ilícita para si ou terceiros.

171. Mesmo que se considerasse que os Gestores teriam sido partícipes, e não coautores da fraude (leitura possível do TA), há que se reconhecer que a Acusação não se debruçou analiticamente sobre tais aspectos, para demonstrar em que medida a alegada negligência dos Gestores na análise do investimento nas Debêntures EBPH ou a suposta deslealdade dos Gestores na concessão de *waivers* à Emissora teria se dado em conluio com essa, para a consecução de fraude. A prova do conluio e, portanto, do dolo, era essencial, a meu ver, para que fosse possível responsabilizar os Gestores na forma pretendida no TA.

172. A Acusação, ao que tudo indica, demonstrou um viés retrospectivo na análise dos fatos, realizada quando já eram conhecidos os indícios de irregularidades quanto às Debêntures EBPH e em outras



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

ofertas realizadas mais ou menos na mesma época. No entanto, tratando-se de apurar responsabilidades decorrentes de fatos pretéritos faz-se necessário considerar o ambiente de negócios existente quando a Oferta foi conduzida e as informações então disponibilizadas para tomada de decisão, por seus destinatários (ainda que investidores profissionais, nos termos da ICVM nº 476/2009).

173. Ante o exposto, diante da insuficiência de provas (mesmo que indiciárias), voto pela absolvição de todos os Gestores e, por conseguinte, de seus respectivos diretores responsáveis pela administração de carteiras, quanto à acusação de infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979.

B Descumprimento de deveres pelo agente fiduciário

174. A Acusação pugnou pela responsabilização de Planner Trustee, na qualidade de agente fiduciário dos debenturistas, por infração ao art. 11, incisos I, II, V e VII, da ICVM nº 583/2016⁴⁴.

175. Segundo o TA, teriam sido violados os deveres previstos nos incisos I, II e V, em razão de:

- (i) A acusada não ter cumprido seu “*papel de verificar as informações relativas às garantias e a consistência das demais informações contidas na escritura de emissão, diligenciando no sentido de que fossem sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tenha conhecimento, conforme problemas relacionados ao FIP LSH e ao hotel LSH*”;
- (ii) “*em relação à (...) 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, logo a alienação fiduciária das suas ações não tinha qualquer valor e não pode ser considerado um instrumento de recuperação de crédito, mesmo assim o agente fiduciário não demonstrou ter feito qualquer tipo de alerta aos futuros debenturistas*”; e
- (iii) não foi feito qualquer “*alerta aos debenturistas, no momento de aceitar sua função como agente fiduciário, 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 conseqüentemente não pagamento da dívida*”.

176. Quanto ao item (i), os problemas aos quais a Acusação se refere são aqueles tratados na seção em que tratei da aquisição de quotas do FIP LSH, isto é, os “*atrasos na obra do hotel, as dívidas não*

⁴⁴ 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; (...).”



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

pagas e protestadas da LSH, os problemas no laudo de avaliação do empreendimento hoteleiro que acabariam por afetar o valor da cota do FIP LSH e os problemas de governança e conflitos de interesse relacionados ao investimento”.

177. Não obstante já terem sido apontadas fragilidades na forma como tais supostos problemas foram tratados pela Acusação, ao longo do TA, para o exame da conduta em questão, vale repisar que são referentes à qualidade do ativo-alvo dos investimentos que seriam posteriormente realizados com os recursos da Oferta. Assim, cabe esclarecer que o quanto disposto na norma, no que se refere a “omissões, falhas ou defeitos”, diz respeito às informações contidas na Escritura de Emissão.

178. A Escritura de Emissão, por sua vez, era clara em relação às garantias que seriam constituídas: (i) alienação fiduciária das 100 ações ordinárias de emissão da EBPH e de titularidade dos intervenientes garantidores; (ii) alienação fiduciária das participações societárias a serem adquiridas pela EBPH com a utilização de recursos da Oferta; 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.

179. A própria Acusação não argumenta em contrário, fazendo menção apenas aos já referidos problemas, que refletem juízo de valor quanto ao pacote de garantias, mas sem apresentar a correlação entre esses e as informações da Escritura de Emissão que estariam omissas, falhas ou defeituosas.

180. Para se chegar à conclusão de que, nesse ponto, a acusação é improcedente, não se faz necessário examinar o mérito dos argumentos quanto à qualidade das garantias. A propósito, aduziu, com muita propriedade, a defesa da Planner Trustee:

“A simples leitura da Escritura de Emissão permite compreender com absoluta precisão a natureza das garantias oferecidas pela emissora das debêntures. Não havia, portanto, qualquer omissão ou obscuridade na escritura de emissão acerca de quais seriam as garantias a serem oferecidas aos debenturistas. Ao contrário, estava claramente evidenciado em que consistiam as garantias oferecidas, permitindo que os investidores profissionais que decidiram pela subscrição das debêntures realizassem sua própria avaliação acerca da qualidade de tais garantias.

Adicionalmente, a avaliação que os investidores deveriam realizar acerca das garantias em comento estavam subsidiadas por outros elementos de informação disponibilizados pela emissora, em especial o relatório de classificação de risco emitido pela empresa LFRating. Entretanto, não cabia à Planner Trustee, em sua condição de Agente Fiduciário das debêntures, realizar qualquer juízo de valor acerca desse documento, não sendo sua função assessorar os investidores na sua tomada de decisão sobre o investimento.” (grifos aditados)

181. A Escritura deixava claro, ainda, que as garantias não estavam constituídas por ocasião da Oferta, pois indicava expressamente tratar-se de debêntures *“da Espécie Quirografária a ser convolada em da*



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

espécie com Garantia Real”, segundo as condições nela estipuladas, o que veio, efetivamente, a ocorrer.

182. Quanto aos itens (ii) e (iii), por sua vez, cabe pontuar que não há no art. 11 da ICVM nº 583/2016 (ou em outro dispositivo normativo) qualquer prescrição no sentido de que caiba ao agente fiduciário a prerrogativa – ou o dever – de avaliar riscos de crédito da operação ou conceber ou demandar certo montante ou tipo de garantia ou de pacote de garantias ou instrumento mitigador de risco de crédito.

183. Não obstante, mesmo que não seja o responsável pela estruturação nem pela negociação das garantias, é reconhecido pela ICVM nº 583/2016, em seu art. 11, inciso X⁴⁵, o papel do agente fiduciário acerca da valoração da garantia pactuada vis-à-vis a operação de crédito, inclusive “na partida”⁴⁶.

184. Nesse sentido, “verificar” o “valor dos bens dados em garantia” pressupõe que o agente fiduciário deva agir com alguma dose de ceticismo, especialmente quando se deparar com sinais de alerta de possíveis manipulações ou fraudes quanto a valores declarados, laudos de avaliação com flagrantes inconsistências etc. Tal verificação, contudo, se pauta por aspectos de verossimilhança e questões formais cuja apreciação esteja a seu alcance, sem que, de todo modo, o agente fiduciário tenha de refazer ou adentrar em controvertidos aspectos de *valuation*. Tais cautelas não significam que esse esteja a fazer controle de mérito das ofertas de valores mobiliários (i.e., opinando sobre a qualidade do investimento ofertado) ou juízo de valor acerca do risco de crédito e da garantia a ser, ou não, demandada, à guisa de aconselhamento dos investidores, o que, com efeito, não seria seu papel⁴⁷.

185. No caso concreto, todavia, não restou comprovado que o Agente Fiduciário tenha agido com má-fé ou deslealdade, como se, por exemplo, tivesse tido conhecimento dos problemas apontados pela Acusação em relação às garantias e os tivesse ignorado, ou mesmo que tivesse tido condições de identificá-los sem que fosse necessário extrapolar o regular exercício das atribuições que lhe cabem no âmbito de uma emissão de debêntures. Pelo contrário, os elementos dos autos dão conta de que o Agente Fiduciário, ao deparar-se com os primeiros sinais de alerta em relação a irregularidades praticadas pela Emissora, no tocante à destinação dos recursos obtidos com a Oferta, agiu diligentemente, cobrando reiteradamente informações sobre a questão, tendo, inclusive, provocado a convocação de AGD para

⁴⁵ Conforme determina o art. 11, inciso X, da ICVM nº 583/2016, compete ao agente fiduciário “*verificar a regularidade da constituição das garantias reais, flutuantes e fidejussórias, bem como o valor dos bens dados em garantia, observando a manutenção de sua suficiência e exequibilidade nos termos das disposições estabelecidas na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente; (...)*”.

⁴⁶ Como apontei em voto proferido no julgamento do PAS RJ2019/8070, de minha relatoria: “*Aliás, esse é o momento crucial para que se realize uma verificação de hígidez das garantias ofertadas aos debenturistas, quando houver, considerando as condições financeiras propostas para as debêntures. De pouca valia seriam, ademais, os esforços do agente fiduciário em manter, durante o prazo da emissão, um determinado nível ou índice de garantias, que tivesse se mostrado, já na partida, em desacordo com o pactuado na escritura de emissão e nos instrumentos de constituição de garantias e insuficiente para reforçar a proteção do direito de crédito*” (j. em 22.12.2022).

⁴⁷ 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

deliberar sobre o vencimento antecipado das Debêntures EBPH, como reconhecido pela Acusação:

“(…) este problema no desvio da destinação dos recursos foi identificado também pelo agente fiduciário, PLANNER TRUSTEE Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda., que, ao cumprir seu dever de proteger os interesses dos debenturistas, notificou extrajudicialmente a EBPH que em resposta convocou tempestivamente uma assembleia geral de debenturista (“AGD”), como informado pelo agente fiduciário: “Considerando que a utilização de recursos oriundos da emissão de debêntures de maneira diversa daquela prevista na Escritura de Emissão implica em vencimento antecipado das debêntures, a emissora informou possuir interesse em reestruturar a emissão e a intenção de apresentar proposta nesse sentido aos investidores”.⁴⁸

186. Diante desse cenário, não restou, a meu ver, configurada a suposta violação aos incisos I, II e V do art. 11 da ICVM nº 583/2016, pelo Agente Fiduciário.

187. Por fim, a proposta de responsabilização da Planner Trustee por infração ao art. 11, VII, ICVM nº 583/2016, se deu pelo entendimento da Acusação de que “*é possível verificar no ‘Relatório Anual de 2016 da Planner Trustee’⁴⁹, nenhum dos problemas relacionados anteriormente foi reportado, embora as irregularidades no destino dos recursos captados já ocorressem desde setembro de 2016*”. Dessa forma, o Agente Fiduciário teria descumprido seu dever de acompanhar a prestação das informações periódicas pela Emissora e alertar os titulares das Debêntures EBPH no relatório anual de que trata o art. 15 da mesma instrução, sobre inconsistências ou omissões de que tenha conhecimento.

188. Embora a Acusação tenha razão quanto ao fato de que não constou no mencionado relatório anual as irregularidades referentes à destinação de recursos, se equivocou ao sustentar que tal dispositivo foi violado. O inciso VII do art. 11 é claro ao exigir que do relatório anual conste apenas as inconsistências ou omissões de que tenha conhecimento, e foi exatamente o que ocorreu quanto à destinação de recursos.

189. Como se constata da seção “Destinação de Recursos” (fl. 5 do referido relatório), ao final, há a seguinte frase: “[n]o entanto, a Companhia não forneceu demonstrativo e/ou declaração a respeito da utilização dos recursos”. Ainda, na seção “Obrigações Adicionais da Emissora”, tem-se o seguinte apontamento: “[n]o decorrer do exercício de 2016 a Emissora cumpriu, regularmente e dentro do prazo todas as obrigações previstas na Escritura de Emissão, exceto em relação à (i) entrega de comprovação da utilização dos recursos captados com a presente emissão” (grifos adotados).

190. Assim, tendo o Agente Fiduciário apontado as omissões identificadas na Escritura de Emissão, as fazendo constar de seu relatório anual, não há que se falar em descumprimento à norma. Ademais,

⁴⁸ As diversas providências adotadas pelo Agente Fiduciário foram detalhadamente descritas nos itens 139 a 143 do TA, na seção relativa à alegada falta de lealdade dos Gestores na participação nas AGDs convocadas pela Emissora, visando a sanar os problemas identificados pela Planner.

⁴⁹ Doc. 0540220.



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 dito, o Agente Fiduciário adotou outras providências cabíveis quanto à utilização dos recursos para finalidades não previstas na Escritura de Emissão.

191. Ante o exposto, voto pela absolvição de Planner Trustee, na qualidade de Agente Fiduciário dos debenturistas, pela acusação de infração ao art. 11, I, II, V e VII da ICVM nº 583/2016.

C Emissão de Relatório de Rating que induz usuários a erro

192. A Argus e sua diretora responsável, Maria Christina Maciel, foram acusadas de descumprir o art. 10, II, da ICVM nº 521/2012, pela emissão de Relatório de Rating *“com uma nota de crédito artificialmente otimista e desconectada dos parâmetros de mercado, da realidade da empresa e da própria metodologia da Agência de Rating, induzindo os usuários do relatório a erro quanto à situação creditícia do ativo financeiro”*.

193. Inicialmente, vale fazer breve digressão quanto ao padrão de conduta que se espera das agências de *rating*, em geral. A esse respeito, cabe citar voto proferido pelo Presidente Relator João Pedro Nascimento no âmbito do PAS CVM nº 19957.008816/2018-48⁵⁰ (em que, inclusive, apreciou conduta da própria Argus, naquele PAS, no contexto de outra emissão):

“(…) cabe à agência de rating diligenciar para obter informações confiáveis sobre a operação analisada e todos os aspectos a ela pertinentes, e realizar análise crítica quanto a essas informações, para emitir opinião fidedigna e embasada em relação à classificação de risco da emissão.

Trata-se de obrigação de meio, que exige para o seu cumprimento o emprego dos melhores esforços na obtenção e análise das informações relevantes para a emissão do rating. (…)

(…) a agência de rating é contratada para avaliar o risco da emissão, fornecendo aos investidores a sua opinião profissional sobre a qualidade do crédito, o que balizará e auxiliará os destinatários da oferta na sua decisão de adquirir o ativo. Portanto, diferentemente do que se observa em relação ao intermediário líder, não se inclui dentre as atribuições da agência de rating garantir que as informações prestadas pela emissora estejam a salvo de erros ou inverdades. A sua função, na verdade, é a de avaliar criticamente as informações relativas à emissão e, a partir delas, emitir uma classificação de risco que seja embasada, fidedigna e comunique aos investidores os reais riscos daquele ativo.

É claro que para emitir uma classificação de risco fidedigna é esperada uma análise crítica das informações passadas pelo emissor e pelo intermediário líder, mas a agência de rating não tem propriamente a responsabilidade pela correção de tais informações.”

194. Na mesma linha, passo à análise dos motivos que levaram a Acusação a pugnar pela responsabilização das referidas acusadas. Em suma, após diversas interações com a Argus na fase

⁵⁰ PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, j. em 28.02.2023.



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

investigativa e a análise dos argumentos e documentos disponibilizados, a Acusação concluiu que:

- (i) a Agência de Rating, ao atribuir nota A às Debêntures EBPH, na classificação de risco de 02.05.2016, teria sido incoerente com a sua própria metodologia, tendo em vista as fragilidades identificadas em relação a seis dos sete macro fatores de sua política de avaliação de ativos, a saber: (a) Ambiente Operacional; (b) Análise do negócio; (c) Qualidade dos ativos; (d) Adequação de capital; (e) Análise Financeira; e (f) Resultados⁵¹;
- (ii) não houve aprofundamento quanto à análise da Emissora, tendo o relatório focado apenas no ativo-alvo, ou seja, nas cotas de emissão do FIP LSH;
- (iii) mesmo existindo o atraso na obra do hotel, as dívidas não pagas e protestadas da LSH Barra, os problemas no laudo de avaliação do empreendimento hoteleiro, que acabariam por afetar o valor da cota do FIP LSH e os problemas de governança e conflitos de interesse relacionados ao investimento, a LF Rating não considerou estes problemas em sua análise, como também não deu publicidade em seu Relatório de Rating. No lugar disto, procurou enaltecer o empreendimento em que a EBPH pretendia adquirir participação;
- (iv) mesmo considerando o cronograma das obras apertado e que o investimento seria finalizado após os eventos olímpicos, para os quais a contratação já havia sido parcialmente paga pelo comitê olímpico, a LF Rating utilizou o relatório da Baker Tilly, empresa contratada para realizar avaliação econômico-financeira do empreendimento hoteleiro) como premissa para sua análise, sendo que (a) a projeção feita pela Baker Tilly apenas dez meses antes de o hotel entrar em operação superestimou o valor da diária média em praticamente cinco vezes e a taxa de ocupação média em praticamente três vezes; (b) a LF Rating, em seu relatório, não demonstrou qualquer preocupação com a razoabilidade e previsibilidade do fluxo de caixa futuro evidenciado a partir dessa avaliação econômico-financeira⁵²; (c) pode ter havido uma inversão entre causa e efeito,

⁵¹ Ao verificar a metodologia adotada pela Argus, a Acusação apontou os seguintes problemas no Relatório de Rating, relacionados aos macro fatores constantes da política de avaliação de ativos da Agência de Rating: (i) Ambiente Operacional: condições econômicas desfavoráveis e perspectiva de maior concorrência relatado, inclusive, em alguns trechos do próprio Relatório de Rating, em textual: “*De 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*”; (ii) Análise do negócio: embora a proposta do hotel pudesse ter apelo comercial, o incremento verificado nos últimos anos na oferta de unidades hoteleiras elevaria a concorrência deste setor, reduzindo uma possível vantagem competitiva, pressionando, por exemplo, o preço das diárias e ocupação, conclusão que era inclusive relatada no próprio Relatório de Rating: “*somente em 2015 foram oferecidos 4.277 novos quartos, sendo 67% deles na Barra da Tijuca. Além disso, cabe lembrar que o perfil diferenciado do TRUMP torna-o menos afetado pela maior quantidade quartos no mercado ou pela crise econômica*”; (iii) Qualidade dos ativos: segundo o próprio balanço patrimonial da EBPH anterior à emissão, ela não possuía nenhum ativo; (iv) Adequação de capital: por ter um capital social de R\$ 100, com a captação de recursos prevista na emissão das debêntures, R\$ 50.000.000, era 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 existia um histórico financeiro para avaliar, por exemplo, a capacidade de geração de caixa, o que trazia ainda mais insegurança sobre a capacidade de pagamento da dívida; e (vi) Resultados: por ser uma empresa em estágio inicial, não existiam resultados como lucros históricos, composição das despesas ou outros.

⁵² O que poderia ser identificado no trecho do Relatório de Rating: “*o perfil diferenciado do TRUMP torna-o menos afetado pela maior quantidade de quartos no mercado ou pela crise econômica*” e “*O fluxo de caixa utilizado por LF Rating para o TRUMP foi baseado na avaliação econômico-financeira realizada pela BAKER, que é vista como excessivamente conservadora pelos controladores*”.



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

quanto à alegada circunstância de que todo o planejamento do Hotel LSH considerava que o empreendimento seria operado pela cadeia internacional Trump Hotel Collection, como se a saída do Grupo Trump tivesse causado os problemas do empreendimento (em especial, a perda da Central de Reservas e o transcurso do ano de 2017 praticamente sem eventos corporativos), quando por outro lado, pode ser que os diversos problemas no empreendimento tenham causado a saída do Grupo Trump; (d) ao mesmo tempo em que a Agência de Rating afirmou acreditar que o cronograma da obra era apertado, alegou que seu teste de stress se mostrou coerente com as premissas da Baker Tilly; (e) o baixo número de eventos corporativos no ano de 2017 não se trata de nenhum fato inesperado e inimaginável, mostra, porém, o quão otimista foram as projeções realizadas para o funcionamento do empreendimento hoteleiro;

- (v) A Agência de Rating informou que *“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”*, mas, apesar de a citada notificação extrajudicial ter ocorrido após a produção do Relatório de Rating Definitivo e a existência de passivos já protestados ser um indicador bastante relevante para a análise de um empreendimento como o do Hotel LSH, o tema também não foi devidamente explorado na 1ª Revisão do Rating de 11.09.2017;
- (vi) não foi considerado que havia um desequilíbrio entre o investimento por parte dos controladores da EBPH e o dos debenturistas, o que ensejava menor suporte financeiro para fazer frente à dívida, situação agravada pelo fato de que a EBPH seria uma “casca vazia”;
- (vii) a primeira e a segunda revisão do Relatório de Rating não poderiam atribuir nota BBB ao ativo, tendo em vista que a própria Argus considerou que o empreendimento se encontrava em um “contexto de crise”;
- (viii) apesar de a Argus argumentar que a metodologia aplicável seria a de operações estruturadas, além de as notas atribuídas à Debêntures EBPH não terem vindo acompanhadas de marcador próprio para tais operações (“e”), a natureza da Oferta e a praxe do mercado indicava que se tratava de título corporativo; e
- (ix) haveria incompatibilidade entre a nota A conferida às Debêntures EBPH e a premissa adotada pela própria Argus de que as garantias cobririam entre 72% e 100% da dívida (sendo que a nota A só poderia ser atribuída a ativos cujas garantias representassem 100%).

195. Quanto ao fato de o fluxo de caixa projetado do Hotel LSH, utilizado pela Agência de Rating, ter sido baseado na avaliação econômico-financeira realizada pela Baker Tilly, a acusada alegou que as informações contidas naquela avaliação comprovavam a capacidade do Hotel em gerar receitas de valor significativo e que, a partir de tais informações, a LF Rating realizou testes de *stress* sobre as projeções de receitas do hotel, os quais atestaram a suficiência de valores para fazer frente às obrigações das Debêntures EBPH⁵³. Argumentou a Agência de Rating que adotou premissas mais conservadoras em relação àquelas tomadas pela Baker Tilly (incluindo a considerações sobre o percentual de participação

⁵³ Os testes de stress foram apresentados com as razões de defesa (v. Doc. 3 do Doc. 0794713).



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

da EBPH no FIP LSH e os valores então distribuídos à EBPH), de modo a confirmar a suficiência de caixa a ser gerado pelo Hotel LSH para o adimplemento das obrigações das Debêntures EBPH, mesmo em cenários de stress.

196. Foi, ainda, indicado pela defesa, que, além da análise da avaliação econômico-financeira da Baker Tilly, a Argus também se utilizou do Relatório de Obras, considerando igualmente a perspectiva de conclusão das obras do empreendimento (então prevista para julho de 2016) como um importante fator na análise de classificação de risco de crédito, dado que o pagamento das obrigações decorrentes das Debêntures EBPH estaria ligado às receitas a serem geradas pelo Hotel LSH a partir de seu funcionamento. Para reforçar os procedimentos adotados para a classificação de risco de crédito, a Argus também aduziu que se utilizou, de forma complementar, das informações obtidas no âmbito da emissão das Debêntures da LSH Barra, uma vez que, no mês anterior à emissão do Relatório Definitivo, havia tomado providências para avaliar o Hotel e suas projeções financeiras no âmbito dessa outra operação.

197. Quanto às alegações de que a LF Rating não teria considerado, de forma adequada, problemas como a existência de dívidas não pagas e protestadas em nome da LSH Barra, o atraso na obra do Hotel LSH, supostos problemas na avaliação financeira do hotel (e, ainda, e relacionados a conflitos de interesse e governança, e a experiência dos administradores do Hotel), a defesa alegou a Acusação parecer ter questionado o próprio conteúdo da análise realizada pela Agência de Rating, o que seria vedado, à luz do art. 36 da ICVM nº 521/2012⁵⁴.

198. Ainda assim, nota-se que a Agência de Rating argumentou que teria indicado, em seu Relatório Definitivo, que o prazo para término do empreendimento estaria “apertado”. Quanto às dívidas protestadas em nome da LSH Barra, a Agência de Rating, segundo alegado, considerou, em sua avaliação, que equivaliam a um valor reduzido em relação ao montante total da Oferta, de R\$ 50.000.000,00 e que estavam concentradas em fornecedores das obras do Hotel, de sorte que ainda seriam passíveis de renegociação pela LSH⁵⁵.

199. No que concerne à mudança de cenário relativamente à saída do Grupo Trump como operador do Hotel LSH, apontou a defesa que o mesmo comunicou oficialmente que “o atraso de obras no Hotel e diferentes visões com os executivos da LSH” foram as causas para o término do contrato, mas que, conforme notícias veiculadas à época, investigações instauradas pelo MPF relacionadas a supostas irregularidades cometidas no desenvolvimento do Hotel LSH teriam efetivamente influenciado a saída

⁵⁴ Art. 36. As disposições desta Instrução não implicam qualquer tipo de interferência ou influência no conteúdo das classificações de risco ou das metodologias.

⁵⁵ A defesa fez referência à tela de consulta ao Instituto de Estudos de Protesto de Títulos do Brasil, que apontava, entre 2015 e 16.06.2016 (data de emissão do relatório), títulos protestados em nome da LSH Barra, no montante de aproximadamente R\$ 44.000,00 (quarenta e quatro mil reais) (v. Doc. SEI 0538046 e doc. 4 do Doc. 0794713)



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 referido grupo estrangeiro, a indicar que um fator imprevisível à LF Rating (a instauração de um procedimento criminal) afetou o empreendimento de forma negativa e teria aparentemente motivado o rompimento da parceria em questão, uma das condições iniciais do investimento que pautaram sua análise. Tal fato foi, de fato, considerado quando do rebaixamento da nota para BBB, na primeira revisão do Relatório de Rating⁵⁶.

200. Quanto ao argumento de que as revisões do Relatório de Rating não poderiam ter atribuído às Debêntures nota BBB, por se considerar haver um cenário de crise, em que pese a Argus ter utilizado o termo “crise” de modo pouco criterioso, depreende-se que quis se referir a um momento de dificuldade financeira vivido pelo setor hoteleiro, de forma geral – o que teria afetado a performance do FIP LSH, que investia quase que exclusivamente no Hotel LSH – e, pela metodologia da agência classificadora de risco, a nota BBB não era, *a priori*, incompatível com o fato de que determinado ativo se inserisse em um setor econômico em “crise”. Apesar de a percepção de que um setor em crise tende a afetar negativamente o potencial de adimplência dos ativos financeiros que dele fazem parte não ser inconsistente com a experiência econômica histórica dos mercados, para que o argumento da Acusação fosse bem-sucedido, seria necessário realizar construção lógica que demonstrasse haver tal incompatibilidade *in casu*, o que não foi feito.

201. Quanto à metodologia que deveria ser utilizada, concordo com o argumento da Argus, de que a referente a operações estruturadas é a que mais se adequa à Oferta, tendo em vista suas características. Como se viu repetidas vezes ao longo desse voto, desde a sua concepção, os recursos captados por meio da emissão das Debêntures EBPH teriam como destinação precípua a aquisição de participações em sociedades que desenvolvessem empreendimentos hoteleiros, fosse a partir de aquisição de ações ou cotas de fundo – assim como se deu no caso concreto, em que foram adquiridas cotas de emissão do FIP LSH. O fundo, por sua vez, era detentor de 99% das ações de emissão da LSH Barra, sociedade desenvolvedora do Hotel LSH, empreendimento no setor hoteleiro.

⁵⁶ Em textual: “Embora o prazo para a entrega do empreendimento fosse apertado, o início das atividades em ritmo de soft opening já estava previsto, sendo que a plena ocupação seria alcançada no período dez.16-fev.17. Ocorre que em dez.16 foi anunciado o rompimento do contrato com a Trump Organization, ao mesmo tempo em que as informações davam conta do grande atraso existente nas obras, que adiaram a plena operação do HOTEL somente para abr.17. Uma vez que a Central de Reservas utilizada pertencia ao Grupo Trump, quando da ruptura do contrato, justamente na época de definições de reservas para eventos corporativos, o HOTEL iniciou 2017 sem qualquer programação desse tipo. (...) A operação parcial do Hotel e em ritmo de soft opening já estavam previstos, sendo que a plena ocupação seria alcançada no período dez.16-fev.17. Ocorre que no último trim.16 foi anunciado o rompimento do contrato com a Trump Organization, ao mesmo tempo em que as informações davam conta do grande atraso existente nas obras, que adiou a plena operação somente para mar-abr.17. Esses aspectos, além dos efeitos negativos óbvios no fluxo de caixa projetado, agregaram inúmeras incertezas à operação do Hotel, tendo em vista a necessidade de preservar a atuação no nicho de mercado escolhido, mas com outra operadora, num momento em que a taxa de ocupação da rede hoteleira na cidade vinha (como ainda vem) ficando aquém do esperado pelo setor, e bem abaixo da média histórica”.



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

202. Como aduziu a defesa, “[n]este contexto, os recebíveis de quaisquer dividendos ou valores de juros sobre capital próprio da EBPH, então decorrentes de distribuições do FIP LSH, da LSH e, por consequência, das receitas geradas pelo Hotel, seriam aqueles responsáveis pelo pagamento das obrigações financeiras das Debêntures. Ou seja, o retorno financeiro destinado aos investidores das Debêntures estava intrinsecamente ligado às receitas do Hotel”. A Oferta, portanto, contemplava uma espécie de estrutura em que faz muito mais sentido que o risco de crédito seja avaliado diante das receitas decorrentes de um determinado projeto, tal como usualmente ocorre em estruturas de *project finance*, ainda que, nos moldes adotados neste caso, muitos dos mitigadores de risco usualmente previstos em operações de *project finance* não tenham sido adotados e nem sequer referidos.

203. De todo modo, repise-se que as Debêntures EBPH contavam com a garantia de cessão fiduciária de 90% do fluxo de recebíveis oriundos de quaisquer dividendos e/ou juros sobre o capital próprio ou qualquer outro tipo de participação nos lucros da EBPH, que a Emissora viesse a receber a qualquer tempo, durante o seu prazo de vigência. Assim, os ativos subjacentes da Oferta estavam diretamente vinculados aos valores oriundos do Hotel LSH.

204. Vale frisar, ainda, que a própria metodologia da Argus contemplava lista de principais títulos emitidos no âmbito de operações estruturadas, em que se encontrava: “*DEBÊNTURE – Título Comercial estruturado com garantias reais ou não*”.

205. Tais circunstâncias explicariam, de certa maneira, a menor importância dada, no Relatório de Rating, ao fato de que havia um desequilíbrio entre o investimento por parte dos controladores da EBPH e o dos debenturistas (daí decorrendo, segundo a Acusação, um suporte financeiro reduzido à dívida), assim como a superficialidade do documento quanto à análise da Emissora, tendo focado apenas no ativo-alvo, ou seja, nas cotas de emissão do FIP LSH.

206. Não obstante, ainda é necessário que se analise, à luz da metodologia correta, se o Relatório de Rating, de fato, foi elaborado de forma a adimplir com seus critérios de avaliação. Consoante o manual de procedimentos da Argus, existiam cinco grupos de macro fatores que deveriam ser avaliados, em relação às operações estruturadas: (i) instrumentos legais; (ii) qualidade da estruturação; (iii) ativos subjacentes; (iv) garantias complementares; e (v) agentes⁵⁷.

207. Cada grupo, por sua vez, contemplava número relevante de detalhamentos e indicadores que deveriam ser considerados. A título meramente exemplificativo, vale destacar alguns. No grupo

⁵⁷ Conforme esclareceu a defesa, repisando explicações fornecidas na fase investigativa, a despeito da imprecisão da referida seção em seu website (depois corrigida), o conteúdo completo da metodologia efetivamente aplicada pela Agência de Rating encontrava-se devidamente detalhado e segmentado no documento denominado “Overview da Metodologia de Rating da Argus”, disponível na seção “Documentos Legais” de seu site na Internet (Doc. 1 do Doc. 0794713).



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

“Instrumentos Legais”, seria necessário avaliar, para cada documento principal da operação, a sua força legal e abrangência, bem como, em relação às escrituras públicas, a sua efetiva existência e gravames. No grupo “Qualidade da Estruturação”, deveriam ser avaliados a adimplência da carteira, qualidade e experiência da gestão e administração, e concentração de ativos subjacentes (incluindo análise sobre distribuição geográfica e distribuição setorial). No grupo “Ativos Subjacentes”, além de análise sobre cobertura e liquidez das garantias, fluxo de caixa e condições econômico-financeira dos emissores, deveria ser examinado o relacionamento dos emissores com o governo, condição do projeto imobiliário (incluindo nível de licenças ainda não concedidas e de registros ainda pendentes). No grupo “Garantias Complementares”, precisaria examinada a adequabilidade do excesso de *spread* na operação, a cobertura a abrangência dos seguros, e o funcionamento de eventual conta vinculada a ser constituída. Finalmente, no grupo “Agentes”, seria necessário avaliar a existência e força de eventual coobrigação constituída, a existência e importância de determinados participantes (como agente fiduciário, custodiante, monitorador de garantias, *trustee*, fiel depositário, *servicer*, avaliador imobiliário, e auditor.

208. No Relatório de Rating, porém, há apenas referências superficiais a determinados aspectos, sem que se desse explicação aprofundada do porquê de se dar enfoque a alguns e deixar de abordar outros, ou se fizesse crítica acerca das informações que lhe foram disponibilizadas. Nesse sentido, em que pese alguns dos indicadores terem sido atendidos em sua análise, a maioria não o foi de forma minimamente satisfatória, a fim de evidenciar providência para não indução dos usuários do relatório a erro.

209. Os documentos principais da Oferta não foram considerados em sua integralidade, de modo que não há sequer menção a relevantes documentos, como os contratos de garantia e os contratos de prestação de serviço celebrados com os demais participantes da operação (sobretudo, o agente fiduciário e a intermediária líder, mas também o agente escriturador, e o banco liquidante). Mesmo em relação à Escritura de Emissão, limitou-se à sua menção como base legal para a emissão de debêntures e ao fato de que estava registrada – se maiores especificações quanto à espécie ou o foro de tal registro.

210. Quanto à qualidade da estruturação, é de se notar que não foi dedicada uma linha sequer a comentário acerca da adimplência da carteira do FIP LSH ou da qualidade da sua gestão e administração, de modo claro e direto. O relatório apenas faz menção ao fato de que ele era administrado pela BRB. No que tange os ativos subjacentes, não foi feita qualquer análise quanto aos termos em que as garantias foram contratadas. Há menção superficial ao fluxo de caixa projetado pela Baker Tilly, mas não sobre as condições econômico-financeiras subjacentes. Em relação às garantias complementares, se faz breve referência à existência de conta vinculada, mas não se avalia sua constituição e funcionamento conforme contratado, havendo apenas menção de sua relação com o fundo de liquidez e a cessão fiduciária dos proventos a serem recebidos. Quanto aos agentes, embora se tenha elencado os participantes da Oferta, nada se escreveu a respeito da sua importância, especificamente para fins da operação em tela. Não há,



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

também, comentários acerca da adimplência a obrigações contratuais e nem referência a previsão de eventos de vencimento antecipado especificamente relacionados à evolução das obras e aos *milestones* do empreendimento, por exemplo.

211. Afora todas essas faltas, chamou a atenção o fato de que, na seção “A Emissora”, se destaca que o único ativo do FIP LSH teria sido avaliado em R\$ 327.300.000,00, enquanto a realidade é que tal valor não era unanimidade entre os avaliadores contratados, havendo divergência relevante quanto a este quesito no *valuation* realizado sobre o empreendimento pela Avalor (que propôs cerca de R\$ 351.000.000,00) e no da Baker Tilly (que propôs cerca de R\$ 257.400,000). Essa divergência consta do relatório, quando se trata da descrição da alienação fiduciária das cotas de emissão do fundo, porém, não foram apresentadas justificativas concretas para se dar preferência ao valor mais alto.

212. Além da superficialidade quanto ao exame dos critérios estabelecidos em sua própria metodologia, assiste razão à Acusação quando ela questiona se não haveria incompatibilidade entre a nota A conferida às Debêntures EBPH e a premissa adotada pela própria Argus de que as garantias cobririam entre 72% e 100% da dívida. Conforme disposto no próprio relatório, a nota A só poderia ser atribuída a ativos cujas garantias representassem valor compatível com o valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. Até mesmo a nota BBB exige que as garantias permitam “*a realização do valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação*”.

213. Desse modo, entendo que, em que pesem alguns argumentos das acusadas mitigarem parte dos problemas do Relatório de Rating apontados no TA, restou evidenciado, a meu ver, com base nas constatações acima, que graves omissões ocorreram, de todo modo, no âmbito da classificação de risco das Debêntures EBPH, ainda que sob a metodologia apontada pela defesa, caracterizando flagrante negligência na atuação da Argus no tocante às providências que deveria ter adotado para evitar que os destinatários do Relatório de Rating por ela elaborado fossem induzidos a erro quanto à situação creditícia em relação às Debêntures EBPH, sendo tal conduta passível de responsabilização pela CVM, à luz do art. 10, II da ICVM nº 521/2012, sem que isso, no entanto, deva ser confundido com uma pretensa interferência indevida do regulador no conteúdo nas classificações de risco ou metodologias da agência, como insinuou a defesa⁵⁸.

⁵⁸ A propósito, o art. 36 da ICVM nº 521/2012, referido pela defesa, buscou explicitar que a CVM, em sua atividade de supervisão, não deverá influir ou endossar quaisquer *ratings* de crédito, o que, por óbvio, não afasta a sua competência para apurar possíveis falhas das agências de *rating* nas classificações de risco realizadas, que impliquem violação às normas aplicáveis ao desempenho dessa atividade cuja observância caiba à Autarquia fiscalizar. Como se depreende do Relatório da AP SDM nº 16/11, o art. 36 da ICVM nº 521/2012 foi inspirado no “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” da IOSCO (“*A CRA that is subject to a CRA registration and oversight program administered by a regional or national authority should not state or imply that the authority endorses its credit ratings or use its registration status to advertise the quality of its credit ratings*”) e na Regulação nº 1.60/2009 da União Europeia sobre Agências Avaliadoras de



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

214. Por conseguinte, assiste razão à Acusação quanto a autoria e materialidade das infrações imputadas à Argus. Quanto à sua responsabilização, contudo, importa reconhecer que tal sociedade foi dissolvida após a instauração deste PAS, consoante noticiado nos autos de outro PAS, julgado em 28.02.2023⁵⁹. As repercussões deste fato serão abordadas na seção deste voto dedicada à dosimetria.

215. Por fim, é necessário considerar que a acusada Maria Christina Maciel deverá ser igualmente responsabilizada pelas infrações que lhe são imputadas, por se tratar da diretora da Argus responsável pela atividade de classificação de risco. Como amplamente aceito no Colegiado⁶⁰, a designação de diretores responsáveis funciona como atribuição, também, de centros de imputação, com o intento de evitar que as medidas de desincentivo à prática de ilícitos administrativos se diluam nas pessoas jurídicas, o que desestimularia a adoção de condutas adequadas e conformes, pelas pessoas naturais que, em última análise, agem, no plano fático, em nome e em benefício (ou prejuízo) daquelas.

216. Ao contrário do que se vê argumentar, por vezes, não se trata de responsabilidade objetiva. É perfeitamente possível e plausível que, frente a este tipo de acusação que o diretor responsável apresente provas de sua inocência ou argumentos que embasem a sua versão dos fatos, demonstrando assim terem se conduzido de forma regular no desempenho de suas atribuições funcionais. Todavia, este não foi o caso da acusada Maria Christina Maciel. A acusada era a pessoa que, diante da posição ocupada, poderia ter agido para evitar que as irregularidades apontadas pela Acusação tivessem ocorrido. Em sua manifestação de defesa, contudo, não houve a inclusão de argumentos relevantes para além daqueles já utilizados pela Argus, muito menos, evidências que pudessem livrá-la da responsabilização em tela⁶¹.

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

D Descumprimento do dever de diligência pela Intermediária Líder

218. A partir da análise da Informação Fiscal nº 1/2018/CVM/SFI/GFE-2⁶², a Acusação concluiu ter havido sete pontos em que se demonstraram a ocorrência de irregularidades na conduta da Orla, na

Risco de Crédito (*“No exercício das suas competências ao abrigo do presente regulamento, nem a ESMA, nem a Comissão, nem quaisquer autoridades públicas dos Estados-Membros podem interferir no teor das notações de risco ou nas metodologias de notação”*).

⁵⁹ Docs. 1714589 e 1714587, PAS CVM nº 19957.008816/2018-48.

⁶⁰ Vide nota de rodapé nº 7.

⁶¹ Quanto à atuação da diretora responsável, a defesa argumenta apenas que: *“159. Por estar respondendo a este Processo, única e exclusivamente, na qualidade de diretora responsável pela atividade de classificação de risco da Agência no período dos fatos apurados no presente Processo, nos termos do artigo 3º, inciso III, da ICVM 521, e por ser considerada como centro de imputação de responsabilidade na lógica regulatória adotada por esta D. CVM, todos os argumentos indicados nesta defesa com relação à LF RATING se aproveitam também à Maria Christina, devendo a mesma ser absolvida pelas mesmas razões de fato e direito”*.

⁶² Doc. 0747158.



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

qualidade de intermediária líder da Oferta. Abaixo, cada um será descrito e, em seguida, analisado:

- (i) “a responsável pela área de distribuição da Orla DTVM S.A., Sra. Lúcia Cristina Rodrigues Pinto, não demonstrou conhecimento do processo de distribuição de ofertas, além de acumular a responsabilidade das seguintes diretorias: administrativa, controles internos, ouvidoria, risco e operações”.
- (ii) “foi informado que a [Orla] não realiza mais a atividade de distribuição de ofertas desde 03.11.2017, quando o Sr. L.A.P.L., antigo responsável pela atividade, foi desligado da instituição mesmo tendo ocorrido subscrições das debêntures da EBPH após esta data”;
- (iii) “a [Orla] não conseguiu comprovar a realização de consulta ao SERASA a respeito dos sócios da emissora”;
- (iv) “[d]ocumentos usualmente produzidos pelo Intermediário Líder, como relatório de due diligence, legal opinion de assessores legais, declarações de veracidade do emissor, cartas de conforto de auditores independentes entre outros, não fizeram parte dos procedimentos adotados pela Orla para assegurar as informações prestadas pelo emissor”;
- (v) “[a] fiscalização de possíveis conflitos de interesse não atendeu ao estabelecido pela ICVM nº 476/09, uma vez que durante reunião realizada em 27.03.2018, a Orla declarou não possuir procedimentos para identificação de eventuais conflitos de interesse nas ofertas para as quais desempenha a função de intermediário líder (...)”;
- (vi) “[a] Orla não possuía a relação de potenciais investidores procurados para as ofertas objeto desta inspeção, tampouco mantinha evidências de contatos realizados com os investidores procurados”; e
- (vii) “[d]e acordo com a Orla a oferta foi oferecida por meio de reuniões de apresentações. Contudo, para tais reuniões não foram elaboradas atas ou registrados controles de presença”.

219. Em relação ao item (i), embora a Acusação tenha razão quanto ao fato de que a diretora responsável pela área de distribuição precise demonstrar ter conhecimento sobre o procedimento de ofertas de valores mobiliários, não se demonstrou qualquer comprovação de que este foi o caso da acusada Lúcia Pinto. A Acusação se limitou a reproduzir trecho de relatório de inspeção que, por sua vez, não apresentou justificativas para sua afirmação de que ela não demonstrou conhecimento da área.

220. Quanto ao item (ii), como a própria Acusação aduz, “[e]sta afirmação não condiz com a realidade”, tendo em vista as notícias de que se tem sobre outras operações e até mesmo no âmbito da Oferta, em que a distribuição continuou a ser realizada. Trata-se, sem dúvida, de assertiva improcedente, mas não diz respeito ao dever de diligência relacionado às Debêntures EBPH.

221. Não obstante, no que se refere aos itens (iii) a (vii), entendo que assiste razão à Acusação, ao aduzir que representam – sobretudo, se considerados em conjunto –, infração ao art. 11, I, ICVM nº 476/2009. O dever de diligência de que dispõe o artigo é precipuamente ligado à conferência de



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

veracidade e completude das informações prestadas pelo ofertante. Nesse sentido, ser capaz de comprovar a adoção de procedimentos voltados à análise da situação creditícia e a existência de conflitos de interesse, por exemplo, é essencial para que se prove a atuação diligente de intermediário líder.

222. No caso concreto, demonstrou-se não existir (ou não se pôde comprovar existir) tais procedimentos. Parte do que seria necessário para comprovar sua existência está descrito no item (iv), já que a partir de tais documentos usualmente produzidos é que se pode observar o cumprimento das diligências adotadas.

223. Ainda, especificamente no que tange o item (vi), importante considerar que manter lista de potenciais investidores procurados é obrigação atribuída não somente ao intermediário líder, mas também ao próprio ofertante, por força do art. 7º-A, §2º, da ICVM nº 476/2009, vigente à época. Sendo assim, esta é uma informação que o intermediário, além de ter que manter, deve diligenciar para que o ofertante mantenha, com o fito de prezar pela completude das informações que são por ele prestadas.

224. Ademais, a Acusação pugnou pela responsabilização da Orla pelo fato de que ela já saberia quais participações seriam adquiridas pela EBPH, embora na Escritura de Emissão não tenha feito essa especificação. Sobre este ponto, contudo, discordo da Acusação. Não restou demonstrado haver vinculação quanto à aquisição das cotas do FIP LSH previamente ao momento em que foram adquiridas.

225. Por fim – como mencionado quando da avaliação da conduta da diretora responsável pela Argus, acima – a acusada Lúcia Pinto figurava como diretora responsável pela distribuição de valores mobiliários. Como amplamente aceito no Colegiado, a designação de diretores responsáveis funciona como atribuição, também, de centros de imputação, com o intento de evitar que as medidas de desincentivo à prática de ilícitos administrativos se diluam nas pessoas jurídicas, não se tratando, contudo, de responsabilidade objetiva. No entanto, não se verifica, qualquer evidência de que ela tenha empenhado esforços voltados ao adimplemento das obrigações e deveres da Orla. Ao contrário, em sua manifestação de defesa, não houve a inclusão de argumentos relevantes em acréscimo aos apresentados pela Orla, muito menos evidências de atuação que pudesse isentá-la de responsabilidade.

226. Assim, voto pela condenação da Orla e de sua diretora responsável, Lúcia Pinto, pela infração ao art. 11, I, da ICVM nº 476/2009, por descumprimento ao dever de diligência da Intermediária Líder.

E Descumprimento do dever de fiscalização pelos Administradores dos Fundos

227. Os Administradores dos Fundos e seus respectivos diretores responsáveis foram acusados por infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, por descumprimento ao seu dever de fiscalizar a atividade dos Gestores. Para a Acusação, cada um dos Administradores:

“demonstrou, no que se refere à emissão das debêntures da EBPH, falhas quanto ao seu dever



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 fiscalizar o gestor contratado, ao permitir a aquisição, sem o devido cuidado e diligência, de um ativo que pelas características expostas acima representa um alto risco de investimento para o fundo, em infração ao inciso X do art. 90 da ICVM 555”⁶³.

228. Antes da edição da ICVM nº 409/2004, não havia disposições normativas que apontassem condutas específicas de fiscalização que deveriam ser tomadas pelos administradores de fundos de investimento – fossem esses FIPs ou não –, notadamente, na fiscalização da atuação dos gestores (mas também de terceiros contratados, em geral), de modo que a referida norma, em seu art. 65, inciso XV, introduziu, no rol de obrigações do administrador, tal dever de fiscalização, como um *standard* geral, o qual foi mantido na ICVM nº 558/2014, em seu art. 90, X.

229. Como já tive a oportunidade de me manifestar⁶⁴, a inclusão de regras amparadas em conceitos propositalmente abertos constitui estratégia regulatória adequada, sendo técnica utilizada em relação a diversos assuntos e por diferentes órgãos da administração pública. Nesse sentido, não cabe exigir do regulador explicação detalhada quanto a quais medidas de controle devem ser adotadas, em concreto, o que o vincularia a CVM a um exercício de racionalização teórica a respeito de fatos quanto aos quais tem menor visibilidade (diante de múltiplos possíveis cenários e pelo fato de que neles, não tem participação direta). Assim, tem-se como mais apropriado, para se verificar o cumprimento ao dever de fiscalização, que eventos, em concreto, sejam submetidos a posterior análise casuística.

230. Não obstante, tampouco se trata discricionariedade da CVM, para que, no exercício de seu poder de polícia, aplique sanções arbitrariamente, ou, de outro lado, aos administradores de fundos de investimento, para que ajam tão somente conforme seu juízo subjetivo. Para tanto, cabe interpretar o dispositivo como componente da regulação considerada de modo mais amplo, levando em conta o conjunto de regras então vigentes e, ainda, os precedentes aplicáveis.

231. Assim, por um lado, cabe reconhecer a proeminência do papel dos gestores no dia a dia das operações realizadas pelos fundos de investimento, inclusive e especialmente, sendo uma realidade reconhecida pelo mercado (e assim já era à época dos fatos). E, por outro lado, que isso não reduz a administradora do fundo a um papel menos responsável. Sob esse prisma, resta consolidado o entendimento de que os administradores são importantes *gatekeepers* na indústria dos fundos de investimento, de modo que devem (observada a abrangência do seu escopo de atuação) empregar esforço ativo no sentido de diligenciar para que os interesses dos cotistas sejam protegidos, ainda que isso não implique em dizer que sejam responsáveis por “refazer” as atividades dos demais *players* envolvidos e, menos ainda, que seu dever de fiscalização deva assegurar, como resultado, a descoberta de fraudes e

⁶³ Cf. itens 255, 259, 262, 266 e 270.

⁶⁴ Recentemente, no âmbito do julgamento do PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, de minha relatoria, j. em 26.09.2023.



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

irregularidades. Nessa linha, vale citar o bem lançado voto do Presidente Relator Marcelo Barbosa, no PAS CVM nº 19957.008901/2016-44⁶⁵:

“141. Primeiro, a CVM reconhece que não é exigido dos administradores que refaçam as atividades dos prestadores de serviço contratados. Tal exigência, além de impraticável e ineficiente, não se coadunaria com a natureza da obrigação de supervisão do administrador, que é de meio e não de resultado.

142. O Colegiado entende, nessa linha, que o dever que o administrador assume é de emprego dos melhores esforços no desempenho de suas funções, não se lhe estendendo responsabilidade caso comprove que estabeleceu rotinas e procedimentos de fiscalização eficientes e que reagiu de maneira satisfatória diante de sinais de alerta identificados. Caso demonstrado que havia procedimentos adequados e suficientes, ainda que o prestador de serviço contratado tenha incorrido em irregularidade, não haverá de se cogitar a responsabilização do administrador. (...)”

232. No caso concreto, entendo que tais aspectos, relativos ao alcance da atuação dos Administradores dos Fundos, não foram, a meu ver, devidamente considerados pela Acusação.

233. Conforme o TA, a aquisição de ativos com as características das Debêntures EBPH deveria chamar a atenção dos Administradores Fiduciários, sobretudo se forem considerados: *“o cenário de desequilíbrio entre investimentos dos controladores e dos debenturistas (...) e o fato de se tratar de uma empresa sem qualquer histórico e disposta a investir em um único ativo, hotel LSH, que já apresentava uma série de problemas, além dos desafios intrínsecos a sua atividade econômica, setor hoteleiro”*. Para a Acusação, não haveria dúvida que era de responsabilidade dos Administradores Fiduciários possuírem *“sistemas e rotinas que gerassem sinais de alerta (“red flags”) quando da aquisição do ativo e adotassem procedimentos adequados para verificar possíveis inconsistências na operação e em suas garantias”*, de modo que *“[s]em dúvida que um administrador que possuísse tal linha de atuação verificaria, de pronto, os flagrantes problemas nas debêntures da EBPH e questionaria o gestor”*.

234. Chama a atenção o fato de que a totalidade dos trechos transcritos se referem ao mérito da decisão de aquisição das Debêntures EBPH, tendo a Acusação se dedicado a demonstrar o porquê de a Oferta representar, a seu ver, uma oportunidade de investimento ruim, mas sem especificar falhas nas rotinas de fiscalização dos Administradores dos Fundos.

235. O TA se limitou a, genericamente, aduzir que as rotinas de fiscalização deveriam ter sido capazes de levantar sinais de alerta (*red flags*) aptos a evidenciar supostos desequilíbrio entre investimento de controladores da Emissora e os debenturistas, seu escasso *track record*, desafios intrínsecos do setor hoteleiro e os tais “problemas” que, ao longo deste voto, já foram exaustivamente descritos. Em resumo,

⁶⁵ PAS CVM nº 19957.008901/2016-44, j. em 17.05.2022.



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

“(…) atrasos na obra do hotel, as dívidas não pagas e protestadas da LSH, os problemas no laudo de avaliação do empreendimento hoteleiro que acabariam por afetar o valor da cota do FIP LSH e os problemas de governança e conflitos de interesse relacionados ao investimento”. Como se pode observar, todas essas questões se referem a juízo de valor sobre o investimento, o que, de certo, não é papel do administrador fiduciário.

236. Ainda, a Acusação, por vezes, aparentou querer exigir uma análise prévia – ou, ao menos, em “tempo real” – da realização de investimentos, por parte dos Administradores Fiduciários: “os Gestores faltaram com a diligência necessária quando da aquisição das debêntures da EBPH para as carteiras dos fundos que geriam” (grifei). A este respeito, vale se referir à defesa da Planner Corretora, que, sobre este ponto, citou o próprio Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº10/2013, de 18.10.2013 (ressalvada a superveniência da ICVM nº 555/2014, que, todavia, não apresentou alterações normativas que pudessem mudar relevantemente o entendimento manifestado no referido ofício): “É também entendimento da SIN que tais exigências não implicam na obrigação, ao administrador, de fiscalizar previamente a aquisição de determinado título ou valor mobiliário pelo gestor, muito menos que exerça juízo prévio de valor dos títulos e/ou valores mobiliários que são selecionados pelo gestor”.

237. Por fim, subsidiariamente, vale observar que a maioria dos Administradores Fiduciários, até mesmo durante a fase investigativa, trouxe documentos e relatos acerca de seus procedimentos destinados à fiscalização da atuação dos Gestores, sobretudo, quanto à obediência ao regulamento dos respectivos fundos sob sua gerência e aos normativos. A Acusação não se empenhou em analisá-los individualmente de forma detida, tendo se limitado a, no mais das vezes, utilizar argumentos genéricos.

238. A título ilustrativo, em relação à Intrader, a Acusação menciona que “apesar de ter agido com diligência no que diz respeito à identificação e às devidas comunicações relativas à extrapolação dos limites das debêntures adquiridas pelo fundo, a Intrader não demonstrou ter abordado, junto à FMD, as questões relacionadas à política de gestão de risco da gestora”. A Acusação não desenvolve, contudo, quais “questões” seriam essas ou em que sentido tal política teria sido descumprida, ao mesmo tempo em que reconhece a diligência da Intrader no monitoramento dos limites de concentração do fundo administrado. Quanto à Planner Corretora e à Orla, a Acusação se fiou apenas na afirmação, repisada, de que “restou claro que informações insuficientes foram utilizadas na análise dos gestores, que não se prestou a verificá-las e que o Administrador aceitou como boas e suficientes”. A ideia proposta, todavia, não chegou a ser elaborada para demonstrar em que sentido os procedimentos foram falhos.

239. Ante o exposto, voto pela absolvição de todos os Administradores dos Fundos e seus respectivos diretores responsáveis, quanto à acusação de infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014.



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

V. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

240. Pelo exposto, concluo que devem ser responsabilizados pelas infrações respectivamente imputadas pela Acusação: (i) EBPH; (ii) Oswaldo Pano Filho, Alexandre Rodrigues e Manuel Lamas; (iii) Maria Christina Maciel; (iv) Orla; e (v) Lúcia Pinto.

241. Quanto à acusada Argus, vale destacar que, apesar de ter tido a sua conduta analisada no mérito, encontra-se atualmente com o seu cadastro no CNPJ/MF baixado por liquidação voluntária. Tal fato não foi inicialmente trazido aos autos deste PAS como preliminar. Quando da apreciação no PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, o voto do Presidente Relator fez referência à petição protocolada, em 03.02.2023, por J.S.J. (ex-sócio da Argus), em que requeria o arquivamento daquele processo em relação à Argus, em razão da sua dissolução e extinção voluntárias, com a consequente baixa do CNPJ e registro do distrato social na Junta Comercial competente⁶⁶.

242. Na oportunidade, o Colegiado decidiu que, embora não se devesse corroborar as alegações feitas na referida petição quanto à regularidade da conduta da Argus ou que a sua situação financeira teria advindo de proibição temporária imposta pela CVM, teria restado demonstrado que a sua liquidação e dissolução não teria sido motivada por tentativa de se esquivar de responsabilidade por ilícito administrativo, mas sim por problemas financeiros que não puderam ser contornados.

243. Em 19.12.2023, foi protocolada, pela defesa de Argus e Maria Christina Maciel, peça de memorial por meio da qual as mesmas informações e documentos (referentes à baixa do CNPJ e distrato social perante a Junta Comercial) levados aos autos daquele PAS foram trazidos aos deste. Assim, no âmbito deste PAS, voto, também neste caso, pelo reconhecimento de extinção de punibilidade da Argus – o que, de todo modo, não afeta a responsabilidade administrativa de sua diretora Maria Christina Maciel, que figura no polo passivo deste PAS como sua diretora responsável pela avaliação de riscos.

244. Observe-se, ainda, que a acusada TMJ Gestão também conta com seu registro no CNPJ/MF baixado, sem que tenham sido apresentadas, porém, evidências documentais de sua liquidação e registro na Junta Comercial competente. De todo modo, tendo em vista que voto por sua absolvição neste caso, deixo de examinar se caberia também reconhecer a extinção de sua punibilidade.

245. Passo, então, à dosimetria das penalidades.

246. A prática das infrações atribuídas aos acusados que entendo devam ser responsabilizados pelas infrações que lhes foram imputadas pela Acusação foi iniciada antes da edição da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976, mas se prolongou após a vigência da lei nova, de modo que as sanções

⁶⁶ Doc. 1714589 e 1714587, PAS CVM nº 19957.008816/2018-48.



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

a serem aplicadas devem seguir a legislação consoante atualmente vigente⁶⁷, observando-se, assim, os novos procedimentos e parâmetros constantes da RCVM nº 45/2021.

247. Na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como os motivos que justifiquem sua imposição, sendo que, em cada caso, cabe avaliar a gravidade em abstrato do ilícito e as condutas em concreto, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência.

248. A este respeito, cabe ressaltar que todas as infrações de que se trata são consideradas graves, conforme disposições normativas expressas nesse sentido: (i) a prática de operação fraudulenta, por força do item III da ICVM nº 8/1979; (ii) a emissão de Relatório de Rating que induz seus usuários a erro, nos termos do art. 33 da ICVM nº 521/2012; e (iii) o descumprimento de dever de diligência de intermediário líder, consoante o disposto no art. 18, III da ICVM nº 476/2009.

249. A par da gravidade em abstrato, releva, no caso concreto, considerar o impacto nocivo sobre a confiança dos investidores e a higidez do mercado. Nesse sentido, cabe destacar que os ilícitos apontados se deram em detrimento de investimento de diversas entidades fechadas de previdência complementar, na qualidade de cotistas dos adquirentes das Debêntures EBPH, tendo prejudicado indiretamente o patrimônio de quantidade substancial de trabalhadores e aposentados, bem como atentado, também, contra a integridade do sistema previdenciário. Trata-se, portanto, de irregularidades com altíssimo grau de reprovabilidade e potencial lesivo às suas vítimas, de modo que a reprimenda estatal deve ser, a meu ver, proporcional à importância dos bens jurídicos que restaram violados. Isto posto, as condutas em exame são passíveis de aplicação das penas mais graves previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976.

250. Verifica-se, além disso, que a Orla, Lúcia Pinto e Maria Christina Maciel têm histórico de condenação pela CVM. Nos termos das normas aplicáveis, tal circunstância será considerada, para fins de dosimetria. As três acusadas foram condenadas por este Colegiado no já mencionado PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, em 28.02.2023. Orla, por sua vez, também foi condenada no PAS CVM nº 19957.006032/2021-81, em 11.07.2023 e no PAS CVM nº 19957.004381/2021-68, em 11.04.2023. Lúcia Pinto também foi condenada no PAS CVM nº 19957.000596/2019-95, em 29.08.2023. Ainda que tais condenações não sejam consideradas para fins de reincidência, resta afastada aplicação de atenuante por bons antecedentes. Às três acusadas, voto por aplicar pena de multa pecuniária, em linha com

⁶⁷ Exemplos: (i) PAS CVM nº 19957.0002382019-82, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 08.12.2020; e (ii) PAS CVM nº 19957.004928/2020-44, de minha relatoria, j. em 28.09.2021; e (iii) PAS CVM nº 19957.003610/2020-46, Rel. Dir. Alexandre Rangel, j. em 09.11.2021; e PAS CVM nº 19957.009152/2018-34, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 21.06.2023. Trata-se de entendimento consolidado, igualmente, na seara do direito penal, objeto da Súmula 711 do Supremo Tribunal Federal, como reconhecido nos precedentes do Colegiado supracitados: “*Súmula 711 - A lei penal mais grave aplica-se ao crime continuado ou ao crime permanente, se a sua vigência é anterior à cessação da continuidade ou da permanência*”.



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

precedentes para infrações da mesma natureza⁶⁸.

251. Em relação a EBPH, Oswaldo Pano Filho, Alexandre Rodrigues e Manuel Lamas, serão considerados seus bons antecedentes, motivo pelo qual suas penas estarão sujeitas à aplicação de atenuante, que proponho ser fixada em 15%. Todavia, considero que à pena dos quatro acusados também deve ser aplicada agravante referente à existência de dano relevante à imagem do mercado de valores mobiliários, ao que também proponho 15%, compensando, portanto, a referida circunstância atenuante.

252. Ainda, quanto a EBPH, voto pela aplicação de multa pecuniária equivalente a 25% do valor da operação irregular atualizado⁶⁹. Quanto a Oswaldo Pano Filho, Alexandre Rodrigues e Manuel Lamas, tendo em vista o papel que desempenharam no cometimento da fraude, voto pela aplicação de penalidade de proibição temporária para atuar em qualquer operação no mercado de valores mobiliários.

253. Sendo assim, considerando os aspectos anteriormente abordados, bem como o disposto no art. 63, §§ 1º e 4º⁷⁰, e art. 68⁷¹ da RCVM nº 45/2021, voto pela fixação das seguintes penas-base, para os acusados abaixo indicados, à luz das suas respectivas condutas:

- (i) Oswaldo Pano Filho, Alexandre Rodrigues e Manuel Lamas: à pena de proibição temporária, pelo prazo de 60 (sessenta meses), para atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários;
- (ii) Maria Christina Maciel: multa pecuniária no valor de R\$ 100.000,00;
- (iii) Orla: multa pecuniária no valor de R\$ 400.000,00; e
- (iv) Lúcia Pinto: multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00.

254. Diante de todo o exposto, à luz dos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, e com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385, de 07.12.1976, voto, em relação a:

- (i) **EBPH Participações S.A.**, emissora das Debêntures EBPH, pela **condenação** à pena de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 18.208.096,95 (dezoito milhões, duzentos e oito mil, noventa e seis reais e noventa e cinco centavos)**, por infração ao disposto no item I

⁶⁸ PAS CVM nº 19957.002349/2021-48, 19957.010833/2018-45 e 19957.005934/2016-32, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 30.11.2023, 23.03.2021 e 10.12.2019, respectivamente.

⁶⁹ Nesse sentido, cabe atualizar o valor de R\$53.466.076,63 pelo IPCA (IBGE) de 02/2018 a 10/2023 (sendo o índice acumulado no período de 1,36221680). E, portanto, R\$ 72.832.387,82 a base de cálculo para a fixação da pena.

⁷⁰ Art. 63. Na fixação da pena-base, o Colegiado deve observar os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, bem como a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem a imposição da penalidade. § 1º Se adotado o critério de que trata o art. 61, inciso I, a pena-base da multa deve observar os limites aplicáveis a cada infração, previstos no Anexo A, sem prejuízo da aplicação cumulativa de outras modalidades de pena descritas no art. 60 desta Resolução. (...) § 4º A pena-base da penalidade descrita no art. 60, inciso VII, deve ser fixada em meses e não poderá ser superior a 5 (cinco) anos.

⁷¹ Art. 68. O procedimento previsto nos arts. 62 a 66 não se aplica às penalidades impostas com fundamento nos arts. 60, I, e 61, II, III e IV.



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

c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta;

(ii) **Oswaldo Pano Filho**, na qualidade de sócio detentor de 50% das ações de emissão da EBPH e conselheiro de administração; **Alexandre Luiz Trigo Rodrigues**, na qualidade de sócio detentor dos 50% restantes das ações de emissão da EBPH e conselheiro de administração; e **Manuel Cerdeiriña Lamas**, na qualidade de diretor presidente da EBPH e conselheiro de administração: pela **condenação** à penalidade de **proibição temporária**, pelo prazo de **60 (sessenta meses)**, cada um, para atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, pela prática de operação fraudulenta, em infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979;

(iii) **Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda.**: que seja reconhecida a **extinção de sua punibilidade**, à luz de sua dissolução;

(iv) **Maria Christina Tavares Maciel**, na qualidade de diretora responsável pela avaliação de risco da Argus, pela **condenação** à pena de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 100.000,00 (cem mil reais)**, por infração ao art. 10, II, da ICVM nº 521/2012, pela emissão de Relatório de Rating que induzia usuários a erro;

(v) **Orla DTVM S.A.**, na qualidade de Intermediária Líder da Oferta, pela **condenação** à pena de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil reais)**, por infração ao art. 11, I, da ICVM nº 476/2009, por descumprimento do dever de diligência; e, na qualidade de administradora fiduciária de fundo de investimento que adquiriu Debêntures EBPH, pela **absolvição** quanto à alegada infração ao disposto no art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, por descumprimento do dever de fiscalização;

(vi) **Lúcia Cristina Rodrigues Pinto**, na qualidade de diretora responsável pela atividade de distribuição da Orla DTVM S.A., pela **condenação** à pena de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais)**, por infração ao art. 11, I, da ICVM nº 476/2009, por descumprimento do dever de diligência;

(vii) **Planner Trustee DTVM Ltda.**, na qualidade de agente fiduciário, pela **absolvição** quanto à alegada infração ao art. 11, I, II, V e VII, da ICVM nº 583/2016, por descumprimento de deveres por agente fiduciário;

(viii) **Paulo Dominguez Landeira**, na qualidade de diretor responsável da Orla, pela **absolvição** quanto à alegada infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, por descumprimento do dever de fiscalização;

(ix) **FMD Gestão de Recursos S.A.**, na qualidade de gestor de fundo de investimento que adquiriu Debêntures EBPH, pela **absolvição** quanto à alegada infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta;



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

- (x) **Fábio Antônio Garcez Barbosa**, na qualidade de diretor responsável da FMD Gestão de Recursos S.A., pela **absolvição** quanto à alegada infração ao disposto no item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta;
- (xi) **Elleven Gestora de Recursos Ltda.**, na qualidade de gestora de fundo de investimento que adquiriu Debêntures EBPH, pela **absolvição** quanto à alegada infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta;
- (xii) **Leonardo de Carvalho Iespa**, na qualidade de diretor responsável da Elleven Gestora de Recursos Ltda., pela **absolvição** quanto à alegada infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta;
- (xiii) **Única Administração e Gestão de Recursos Ltda.**, na qualidade de gestor de fundo de investimento que adquiriu Debêntures EBPH, pela **absolvição** quanto à alegada infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta; e, na qualidade de administradora fiduciária de fundo de investimento que adquiriu Debêntures EBPH, pela **absolvição** quanto à alegada infração ao disposto no art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, por descumprimento do dever de fiscalização;
- (xiv) **Alberto Elias Assayag Rocha**, na qualidade de diretor responsável pela gestão da Única Administração e Gestão de Recursos Ltda., pela **absolvição** quanto à alegada infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta;
- (xv) **José Carlos Lopes Xavier de Oliveira**, na qualidade de diretor responsável pela gestão da Única Administração e Gestão de Recursos Ltda., pela **absolvição** quanto à alegada infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, por violação do dever de fiscalização;
- (xvi) **Terra Nova Gestão e Administração de Negócios Ltda.**, na qualidade de gestora de fundo que adquiriu Debêntures EBPH, pela **absolvição** quanto à alegada infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta;
- (xvii) **José Vanderli Vieira**, na qualidade de diretor responsável da Terra Nova Gestão e Administração de Negócios Ltda., pela **absolvição** quanto à alegada infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta;
- (xviii) **Bridge Gestora de Recursos Ltda.**, na qualidade de gestora de fundo de investimento que adquiriu Debêntures EBPH, pela **absolvição** quanto à alegada infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta;
- (xix) **Sérgio Serrano de Lima**, na qualidade de diretor responsável da Bridge Gestora de Recursos Ltda., pela **absolvição** quanto à alegada infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta;



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

(xx) **Intrader DTVM Ltda.**, na qualidade de administradora fiduciária de fundo de investimento que adquiriu Debêntures EBPH, pela **absolvição** quanto à alegada infração ao disposto no art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, por descumprimento do dever de fiscalização;

(xxi) **Edson Hydalgo Junior**, na qualidade de diretor da Intrader DTVM Ltda., pela **absolvição** quanto à alegada infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, por descumprimento do dever de fiscalização;

(xxii) **Planner Corretora de Valores S.A.**, na qualidade de administradora fiduciária de fundo de investimento que adquiriu Debêntures EBPH, pela **absolvição** quanto à alegada infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, por descumprimento do dever de fiscalização;

(xxiii) **Artur Martins de Figueiredo**, na qualidade de diretor responsável da Planner Corretora de Valores S.A., pela **absolvição** quanto à alegada infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, por descumprimento do dever de fiscalização;

(xxiv) **Gradual CCTVM Ltda.**, na qualidade de administradora fiduciária de fundo de investimento que adquiriu Debêntures EBPH, pela **absolvição** quanto à alegada infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, por descumprimento do dever de fiscalização; e

(xxv) **Fernanda Ferraz Braga de Lima de Freitas**, na qualidade de diretora responsável da Gradual CCTVM Ltda., pela **absolvição** quanto à alegada infração ao art. 90, X, da ICVM nº 555/2014, por descumprimento do dever de fiscalização.

255. Por fim, nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 e do art. 12 da Lei nº 6.385/1976, impende comunicar o resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal no Estado do Rio de Janeiro, em complemento às comunicações anteriormente realizadas, para as providências que entenderem cabíveis no âmbito de suas competências.

É como voto.

Rio de Janeiro, 20 de dezembro de 2023.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro
Diretora Relatora