



## 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](http://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 D.T.V.M. Ltda.  
Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda.  
Maria Christina Tavares Maciel  
Orla D.T.V.M. S.A.  
Lúcia Cristina Rodrigues Pinto  
Paulo Dominguez Landeira  
FMD Gestão de Recursos S.A.  
Fábio Antônio Garcez Barbosa  
Elleven Gestora de Recursos Ltda.  
Leonardo de Carvalho Iespa  
Única Administração e Gestão 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 D.T.V.M. Ltda.  
Edson Hydalgo Junior  
Planner Corretora de Valores S.A.  
Artur Martins de Figueiredo  
Gradual C.C.T.V.M. Ltda.  
Fernanda Ferraz Braga de Lima de Freitas

**Assunto:** Proposta de celebração de termo de compromisso.

**Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

### RELATÓRIO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) e pela Superintendência de Relação com Investidores Institucionais (“SIN”, em conjunto com a SRE, “Acusação” ou “Áreas Técnicas”), para apurar



## 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](http://www.cvm.gov.br)

eventual cometimento de irregularidades por participantes da 1ª emissão de debêntures (“Debêntures”) da EBPH Participações S.A. (“EBPH”), em oferta pública realizada sob o regime de esforços restritos de distribuição (“Oferta”), nos termos da Instrução CVM (“ICVM”) nº 476/2009.

2. Segundo a Acusação, a Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda. (“Argus” ou “LF Rating”), da qual Maria Christina Maciel (“Maria Christina” ou “Proponente”) era, à época, diretora, emitiu, no âmbito da Oferta, relatório de *rating* acerca da avaliação de risco do investimento nas Debêntures, que teria apresentado 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 erro quanto à situação creditícia do ativo financeiro*”<sup>1</sup>.

3. Argus e Maria Christina foram acusadas de infração ao art. 10, II, da ICVM nº 521/2012.

4. Em 01.10.2020, tais acusadas apresentaram proposta de celebração de termo de compromisso global com vista ao encerramento de onze processos<sup>2-3</sup> (dentre os quais, este PAS), em que ofereciam: i) contrapartida financeira de R\$ 30.000,00, com pagamento em duas parcelas, por parte de cada uma das proponentes; ii) saída definitiva da Argus do mercado de valores mobiliários; e iii) cessação definitiva da participação de Maria Christina em atividades de direção de agência de classificação de risco de crédito. Tal proposta foi apreciada na reunião do Colegiado nº 13/2021<sup>4</sup>, em 01.04.2021, oportunidade em que o Colegiado, por unanimidade, decidiu rejeitá-la, acompanhando a conclusão do parecer do Comitê de Termo de Compromisso (“CTC”), para o qual, no que se refere a este PAS:

“seria conveniente e oportuno que os casos fossem levados a julgamento, considerando: (i) que se trata de conduta perpetrada ao longo do tempo, na qual as Proponentes adotaram o mesmo “modus operandi” e em diversas situações; (ii) os prejuízos em tese ocasionados aos investidores e a necessidade de reparação, conforme apontado pela PFE/CVM, observando-se que, tal como indicado pelas áreas técnicas, “para que as irregularidades individuais permitam a ocorrência de uma situação anormal de mercado, é relevante que cada um dos regulados não exerça seus deveres, conjuntamente, independentemente de quem sejam os outros participantes envolvidos”, ou seja, que todos, de uma ou outra forma, concorram para os prejuízos ocasionados; (iii) a possibilidade de se estar diante de um cenário de fraude; (iv) as características específicas das operações e das partes envolvidas; (v) não existir julgamento da CVM sobre o tema; e (vi) o fato de que outros investigados nos processos já haviam apresentado proposta de termo de compromisso, as quais foram rejeitadas pelo Colegiado.”

<sup>1</sup> Doc. 0649888.

<sup>2</sup> Processos abrangidos pela proposta: (i) IA CVM 19957.006702/2019-44; (ii) IA CVM 19957.007904/2019-11; (iii) PA CVM 19957.006298/2018-28; (iv) PA CVM 19957.006871/2018-01; (v) PA CVM 19957.002813/2019-81; (vi) PA CVM 19957.004801/2018-19; (vii) PAS CVM 19957.010958/2018-755; (viii) PAS CVM 19957.008816/2018-486; (ix) PAS CVM 19957.008143/2018-267; (x) PA CVM 19957.007913/2019-02; e (xi) PA CVM 19957.004658/2019-38.

<sup>3</sup> Doc. 1123158.

<sup>4</sup> Doc. 1250963.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

5. Mais recentemente, em 22.08.2023, Maria Christina apresentou nova proposta de celebração de termo de compromisso global, visando ao encerramento de dez processos em curso<sup>5-6</sup>, incluindo este PAS (“Proposta”). Desta feita, propôs, como contrapartida, apenas a assunção de obrigação de furtar-se do *“exercício de todas as atividades de que trata a Lei nº 6.385/1976 pelo período de **10 (dez) anos**, de modo a cessar, principalmente, a sua participação em atividades de direção de agência de classificação de risco de crédito”* (grifos aditados).
6. Segundo a Proponente, a Proposta cumpre os requisitos legais de cessação da atividade tida como ilícita e correção das irregularidades apontadas, não havendo prejuízos a indenizar.
7. Em relação ao primeiro requisito, aduziu que *“considerando que as condutas já cessaram naturalmente e o fato de a Proponente sequer figurar como colaboradora ou participante direta de uma atividade regulada no mercado de capitais, resta comprovado o devido cumprimento deste requisito legal”*. Quanto ao segundo, destacou que *“a conduta da Proponente não envolveu ou gerou qualquer tipo de prejuízo quantificado ou conhecido ao mercado ou aos investidores (...) a atividade desempenhada por agências de classificação de risco de crédito é de natureza precipuamente informativa, de modo que não há transferência de recursos dos investidores com base, estritamente, na opinião da agência de rating”* e que caberia mencionar, como exemplo, que *“no âmbito do PAS CVM 19957.008816/2018-48 [em que se apreciou operação alegadamente similar a de que trata este PAS], o Colegiado da CVM corretamente reconheceu que não houve qualquer prejuízo aos referidos investidores no âmbito da oferta pública do caso em concreto, tratando de diferenciar o referido caso dos esquemas fraudulentos que fundamentaram a sua instauração”*.
8. Por fim, sustentou que a celebração do termo de compromisso *“resultaria em extrema economia processual e permitiria o foco em participantes, atividades e operações que de fato representem algum risco para o mercado de capitais brasileiro”*, tendo em vista que a maioria dos processos que a Proposta objetiva encerrar se encontram em fase investigativa e pré-sancionadora.
9. Em 13.09.2023, foi emitido parecer da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”)<sup>7</sup>, por meio do qual, ao analisar a Proposta, a PFE, reportando-se a manifestações anteriores, concluiu persistir a existência de óbice jurídico. Resumidamente, considerou descumprido o requisito exigido pelo art. 11, II, da Lei nº 6.385/1976, uma vez que *“não há notícia nos presentes autos de cumprimento da obrigação referente à indenização dos prejuízos causados, nem foi apresentada proposta neste sentido (...), conforme manifestação anterior da [PFE]”*.

<sup>5</sup> A Proposta englobou a mesma lista de processos abrangidos na proposta de celebração de termo de compromisso global anterior, excluído o PAS CVM SEI 19957.008816/2018-486, que julgado em 05.04.2023.

<sup>6</sup> Doc. 1871225.

<sup>7</sup> Doc. 1897969, pág. 1 a 4.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

10. Ao analisar e concordar com o referido Parecer, o Subprocurador-Chefe da GJU-2/AGU/PGF, por meio do DESPACHO n. 00228/2023/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU<sup>8</sup>, ressaltou, ainda, que:

“a proposta foi apresentada de modo intempestivo, eis que fora do prazo de até 30 (trinta) dias, contados a partir da apresentação da defesa. Desta feita, apenas poderia ser analisada de forma excepcional, caso o Colegiado da CVM entendesse que o interesse público assim determina, em situações tais como a de indenização integral aos lesados pela conduta objeto do processo e de modificação da situação de fato existente (art. 85 da Resolução CVM nº 45). 3. Contudo, apesar da existência de precedentes em que termos de compromisso foram celebrados com a CVM sob a condição de abstenção da prática de atos no mercado de valores mobiliários, no caso ora em análise, a proponente informa que já não desempenha mais qualquer atividade no mercado de capitais, tendo saído de forma definitiva desta seara, de modo que, atualmente, é “pessoa aposentada e que se ocupa de atividades filantrópicas no âmbito da comunidade religiosa em que está inserida”. 4. **Destarte, não parece haver condições mínimas para a proposta ser analisada.**” (grifos aditados)

11. Em acréscimo, por meio do Despacho nº 00387/2023/PFE-CVM/PGF/AGU (“Despacho PFE”)<sup>9</sup>, a Procuradora-Chefe AGU/PGF/PFE-CVM aprovou parcialmente os termos do referido parecer, divergindo dos fundamentos adotados para conclusão quanto ao óbice jurídico, ressaltando que: “o óbice inicialmente imposto à celebração do acordo [anteriormente, identificado] pela ausência de proposta de indenização aos investidores prejudicados, em violação ao disposto no art. 11, §5º, inciso II, da Lei nº 6.385/76 - foi afastado pelo Procurador-Chefe à época durante reunião que discutiu a primeira proposta global, por entender que tal exigência não poderia ser feita a uma agência de classificação de riscos. Assim, essa questão encontra-se superada. De todo modo, conforme ao final se demonstrará, há óbice à celebração do acordo também nesse momento.”

12. Assim, não obstante a adoção de fundamentos diversos, a conclusão pelo óbice jurídico à aceitação da Proposta apresentada foi objeto de concordância, tendo o Despacho PFE destacado que:

“(…) mais de 2 (anos) se passaram desde a apreciação da primeira proposta pelo Colegiado da CVM, cuja decisão resultou na rejeição quanto aos processos acima citados. De lá pra cá, evidentemente, quanto aos processos administrativos sancionadores, foram praticados inúmeros atos processuais, juntados aos autos inúmeros documentos pelos vários acusados, inclusive com apreciação de pedidos pelo Colegiado ou pelos relatores designados, como, p.ex., os de reconhecimento de conexão e produção de provas por diversos dos acusados. Ou seja, de forma inexorável, os processos seguiram seu curso natural e, embora ainda não julgados em primeira instância, encontram-se em fase adiantada, a demonstrar pouca ou nenhuma economia processual na celebração de um acordo administrativo com somente um dos diversos acusados.” (grifos aditados)

<sup>8</sup> Doc. 1897969, pág. 5.

<sup>9</sup> Doc. 1897969, págs. 6 a 12.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

13. Ademais, O Despacho PFE salientou, dentre outros pontos, que neste PAS “*houve a apreciação de algumas propostas de termo de compromisso apresentadas por investigados/acusados e, todas, sem exceção, foram rejeitadas por se entender que a celebração do acordo, diante das circunstâncias fáticas, não era a medida mais adequada a satisfazer o interesse público*”. No tocante à Maria Christina, foi ressaltado, também, que “*sua primeira proposta foi rejeitada não em razão de óbice legal (...), mas sim e justamente pela não satisfação do interesse público*” (grifos aditados).

14. Nesse contexto, reforçou, ainda, a análise quanto à ausência de aprimoramento da Proposta, constatando sua insuficiência, e concluindo pela persistência de óbice à celebração acordo:

“(…) fato é que a **proposta reapresentada sequer traz algum aperfeiçoamento** com relação à primeira. **Ao contrário, traz uma obrigação de fazer que se mostra inócua** e, ainda, **sequer oferece quantia a ser paga a título de compensação pelos danos difusos** causados ao mercado.

Com efeito, o compromisso de se submeter à proibição temporária de, no período máximo de 10 (dez) anos, exercer todas as atividades de que trata a Lei nº 6.385/1976, não se reveste de qualquer relevância para quem afirma ser, atualmente, “uma pessoa aposentada e que se ocupa de atividades filantrópicas no âmbito da comunidade religiosa em que está inserida”. Não se pode olvidar que o encerramento consensual de processos administrativos sancionadores deve cumprir as funções pedagógica e desincentivadora da prática de novas irregularidades.

Sempre que o termo de compromisso, instrumento de que dispõe a CVM para pôr fim a seus processos sancionadores, não se traduzir em instrumento apto a modificar comportamentos, ele não estará tendente à satisfação do interesse público.

Ainda, a proposta não traz qualquer contrapartida pela compensação pelos danos difusos que decorreram da prática dos atos ilícitos imputados à proponente. Muito embora tenha-se afirmado que não caberia à agência classificadora de riscos a imposição de indenizar os investidores prejudicados, **remanesce o dever de indenizar os danos difusos**. À falta de uma proposta nesse sentido, **configurado está o óbice legal à celebração do acordo administrativo**, com fundamento no que dispõe o art. 11, §5º, II, da Lei nº 6.385/76.”

(grifos aditados)

É o breve relatório.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### VOTO

15. Trago a matéria à apreciação do Colegiado, nos termos do §1º do art. 84<sup>10</sup> da Resolução CVM nº 45, de 31.08.2021, apresentando meu voto pelo não conhecimento da Proposta, no que tange exclusivamente ao presente PAS, por intempestividade, pelas razões e fundamentos detalhados a seguir, e, no caso de a maioria do Colegiado entender pelo seu conhecimento, voto pela rejeição da Proposta em relação a este PAS, como também justificado na sequência.

#### INTEMPESTIVIDADE

16. Como bem apontado no Despacho nº 00228/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, em trecho transcrito no Relatório acima, trata-se de proposta apresentada intempestivamente, uma vez que fora do prazo de até 30 dias, contados da apresentação da defesa; observando-se, ainda, que proposta anterior já havia sido apresentada pela Proponente e rejeitada pelo Colegiado, por unanimidade<sup>11</sup>.

17. Em linha com diversos precedentes do Colegiado, mesmo que intempestiva, a proposta de termo de compromisso pode ser apreciada e aprovada, de forma excepcional, caso o Colegiado da CVM entenda que o interesse público assim determina, como preceitua o art. 84 da Resolução CVM nº 45/2021, ao exemplificar com situações como a de indenização integral aos lesados pela conduta objeto do processo e de modificação da situação de fato existente quando do término de tal prazo.

18. Entretanto, em linha com o também apontado pela PFE, não vislumbro interesse público da apreciação da Proposta no que diz respeito a este PAS, notadamente tendo em vista que, ao invés de apresentar aprimoramentos nas contrapartidas ofertadas (e, repiso, já anteriormente rejeitadas pelo Colegiado), a Proposta sequer traz qualquer valor a se contrapor aos danos difusos e, apesar de conter proposição de afastamento por 10 (dez) anos do exercício de atividades reguladas pela CVM, a própria proponente reconhece que já não atua mais (e nem pretende voltar a atuar) no mercado, sendo, assim, inócua tal contrapartida, inclusive à luz da finalidade preventiva e educativa do instrumento.

19. Ademais, a meu ver, entendo que a inclusão deste PAS no escopo da nova proposta global apresentada traz efeitos protelatórios, diante da insubsistência de seu conteúdo, como apontado acima, e do fato de que este PAS foi distribuído a minha relatoria em 2019 e, exceto pela provocação de exame da Proposta, se encontrava saneado para fins de julgamento.

<sup>10</sup> Art. 84. **Em casos excepcionais**, nos quais se entenda que o **interesse público** determina a análise de proposta de celebração de termo de compromisso **apresentada fora do prazo** a que se refere o art. 82, tais como os de oferta de indenização integral aos lesados pela conduta objeto do processo e de modificação da situação de fato existente quando do término do referido prazo, a análise e negociação da proposta pode ser realizada pelo Diretor Relator. § 1º **Ouvida a PFE quanto à legalidade da proposta, o Relator deve submeter a matéria à apreciação do Colegiado com proposta de aceitação ou rejeição da proposta.** § 2º O Relator **pode** encaminhar a proposta à Superintendência Geral para que seja adotado o trâmite de que trata o art. 83. (grifos aditados)

<sup>11</sup> V. reunião do Colegiado nº 13/2021, de 01.04.2021.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### MÉRITO

20. Na hipótese de a maioria do Colegiado entender que, não obstante o apontado acima, a Proposta deve ser conhecida, tendo em vista que, nos termos do §2º do art. 84 da RCVN nº 45/2021, é facultativo o envio da proposta à SGE para adoção do trâmite de que trata o art. 83 e com vistas a não retardar o julgamento deste caso, entendo que a Proposta em relação a este PAS deve ser rejeitada, de plano, por ausência de conveniência e oportunidade em sua celebração.

21. Cabe repisar que a contrapartida oferecida, na prática, carece de substância que possa surtir qualquer efeito pedagógico ou dissuasório de condutas semelhantes, que neste caso não haveria economia processual (pelo contrário, eventual tentativa de negociação de contrapartida financeira retardaria o julgamento) e, ainda, que, pelo histórico das tratativas anteriores, seria pouco provável que a negociação chegasse a termos condizentes com parâmetros adotados em outros precedentes.

22. A propósito, destaco que, como enfatizado no Despacho PFE, “o encerramento consensual de processos administrativos sancionadores deve cumprir as funções pedagógica e desincentivadora da prática de novas irregularidades” e, portanto, quando o termo de compromisso não for “*apto a modificar comportamentos, ele não estará tendente à satisfação do interesse público*”.

23. Note-se que, independentemente de não ter havido a individualização ou mensuração de prejuízos diretamente atribuíveis à conduta imputada pela Acusação à Proponente, não há dúvida de que, à luz da realidade acusatória (sem entrar no exame de mérito, que seria de todo impertinente nesta oportunidade), se trata de infração apta a ensejar, ao menos, prejuízo informacional ao mercado.

24. Ademais, exceto pela discussão posterior quanto aos prejuízos não mensurados e pelo fato de que, em 28.02.2023, houve julgamento, pela CVM<sup>12</sup>, de precedente em tese semelhante e no qual, inclusive, a Proponente veio a ser condenada<sup>13</sup>, os demais motivos que levaram o Colegiado a decidir pela rejeição da proposta de termo de compromisso anterior não se alteraram.

25. Após deliberação do Colegiado, este PAS deve ser encaminhado à GCP para que providencie as intimações de praxe, nos termos da Resolução CVM nº 45/2021.

É como voto.

Rio de Janeiro, 07 de novembro de 2023.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro  
Diretora Relatora

<sup>12</sup> V. PAS CVM nº 19957.008816/2018-486, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. 28.02.2023.

<sup>13</sup> No âmbito do referido PAS, foi aplicada, por unanimidade, penalidade de multa à Maria Christina, na qualidade de diretora responsável da LF Rating, no valor de R\$100.000,00, por infração ao art. 10, II, da Instrução CVM nº 521/2012.