



## 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 SEI 19957.008816/2018-48

Reg. Col. 1535/2019

**Acusados:** Venture Capital Participações e Investimentos S.A.  
Fábio Sampaio Neri  
Samuel Dias Sicchierolli Júnior  
Vórtx Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.  
Argus Classificadora de Risco de Crédito LTDA.  
Maria Christina Tavares Maciel  
Orla DTVM S.A.  
Lúcia Cristina Rodrigues Pinto  
Elleven Gestora de Recursos Ltda.  
Leonardo de Carvalho Iespa  
Alex Kalinski Bayer  
Única Administração e Gestão de Recursos Ltda.  
Alberto Elias Assayag Rocha  
José Carlos Lopes Xavier de Oliveira  
Planner Corretora de Valores S.A.  
Artur Martins de Figueiredo  
Paulo Dominguez Landeira  
Gradual CCTVM LTDA.  
Fernanda Ferraz Braga de Lima de Freitas

**Assunto:** Inexistência de conexão entre os PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, 19957.008143/2018-26 e 19957.010958/2018-75.

**Relator:** Presidente João Pedro Nascimento

### RELATÓRIO

1. Trata-se de questão incidental apresentada por Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda. (“Argus” ou “LFRating”) e por Maria Christina Tavares Maciel (em conjunto, “Acusadas”) em suas razões de defesa no âmbito do PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, cuja relatoria me foi



## 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)

recentemente atribuída em Reunião do Colegiado de 26.07.2022 (Reg. 1535/19), seguindo o art. 34 da Resolução CVM nº 45/2021 e a Portaria CVM/PTE/Nº 111/2022.

2. As Acusadas alegam que o PAS CVM nº 19957.008816/2018-48 seria conexo aos PAS CVM nº 19957.008143/2018-26 e 19957.010958/2018-75 (em conjunto, os “Processos”). O primeiro deles encontra-se sob relatoria da Diretora Flávia Perlingeiro e o segundo sob relatoria do Diretor Otto Lobo.

3. O PAS CVM nº 19957.008816/2018-48 investiga<sup>1</sup>:

- (i) a realização de operação fraudulenta no âmbito de oferta de emissão de debêntures da Venture Capital Participações e Investimentos S.A. (“Venture”), por parte (a) da emissora e seus sócios<sup>2</sup>; e (b) de sócios da Elleven Gestora de Recursos Ltda. (“Elleven”), gestora de fundos de investimento que adquiriram as debêntures emitidas pela Venture;
- (ii) prestação de informações incorretas e inconsistentes por parte da intermediária líder da oferta, a Orla Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“Orla”), e sua diretora responsável;
- (iii) emissão de relatório de classificação de risco com nota de crédito artificialmente otimista e desconectada dos parâmetros de mercado, por parte da agência classificadora de *rating* da emissão, a Argus, e sua diretora responsável;
- (iv) falta de dever de diligência por parte da Elleven na aquisição dos ativos; e
- (v) falha no dever de fiscalização da atuação da gestora, por parte das administradoras fiduciárias dos fundos que adquiriram as debêntures de emissão da Venture (a Única Administração e Gestão de Recursos Ltda. (“Única”), a Planner Corretora de Valores S.A. (“Planner Corretora”), a Orla, a Gradual CCTVM Ltda. (“Gradual”) e seus diretores responsáveis).

---

<sup>1</sup> A acusação abrangeu, ainda, o agente fiduciário da Oferta, a Vórtx, que foi acusado de violar o art. 11, I, II e V, da Instrução CVM nº 583/2016, atual Resolução CVM nº 17/2021. Entretanto, considerando o cumprimento das obrigações pecuniárias assumidas em termo de compromisso aprovado pelo Colegiado da CVM em 23/11/2021 (doc. SEI 1415666), o presente PAS foi arquivado em definitivo em relação à Vortex (doc. SEI 1498325).

<sup>2</sup> Fábio Sampaio Neri e Samuel Dias Scchierolli Junior.



## 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)

4. Já no âmbito do PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, apura-se:
- (i) a suposta realização de operação fraudulenta no âmbito da oferta de debêntures da EBPH Participações S.A. (“EBPH”), por parte (a) da emissora, seus sócios e diretores<sup>3</sup>; e (b) da FMD Gestão de Recursos S.A., Elleven, Única, Terra Nova Gestão e Administração de Negócios Ltda., Bridge Gestora de Recursos Ltda. e seus diretores responsáveis, que adquiriram debêntures de emissão da EBPH para a carteira de fundos de investimento sob sua gestão;
  - (ii) falhas nas atribuições da Planner Trustee Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. (“Planner Trustee”) enquanto agente fiduciário da oferta, em infração ao art. 11, I, II, V e VII da Instrução CVM nº 583/2016;
  - (iii) a prestação de informações incorretas e inconsistentes por parte da intermediária líder da Oferta, a Orla, e sua diretora responsável;
  - (iv) a emissão de relatório de classificação de risco com nota de crédito artificialmente otimista e desconectada dos parâmetros de mercado, por parte da agência classificadora de *rating* da emissão, a Argus, e sua diretora responsável;
  - (v) a falha pelas administradoras fiduciárias dos fundos que adquiriram as debêntures de emissão da EBPH (a Única, a Intrader DTVM Ltda., a Planner Corretora, a Orla, a Gradual e seus diretores responsáveis) no seu dever de fiscalizar a atuação das gestores desses fundos.
5. O PAS CVM nº 19957.010958/2018-75, por sua vez, imputa:
- (i) suposta realização de operação fraudulenta no âmbito da oferta de emissão de debêntures da Ano Bom Empreendimento Imobiliário S.A. (“Ano Bom”), (a) à emissora, seus sócios e diretores<sup>4</sup>, (b) à Planner Trustee, agente fiduciário da emissão; (c) à FMD Gestão e seu diretor responsável, que adquiriu debêntures de emissão da Ano Bom para a carteira de fundos de investimento;

<sup>3</sup> Oswaldo Pano Filho, Alexandre Luiz Trigo Rodrigues e Manuel Cerdeiriña Lamas.

<sup>4</sup> KL Partners Ltda., 55 Empreendimentos, Serviços e Participações EIRELI, Alexandre Klabin, Ricardo de Oliveira Barbosa e Alexandro Luiz Pin.



## 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)

- (ii) prestação de informações incorretas e inconsistentes por parte da intermediária líder da Oferta, a Orla, e sua diretora responsável;
- (iii) emissão de relatório de classificação de risco com nota de crédito artificialmente otimista e desconectada dos parâmetros de mercado, por parte da agência classificadora de *rating* da emissão, a Argus, e sua diretora responsável; e
- (iv) falha pelas administradoras fiduciárias dos fundos que adquiriram as debêntures de emissão da Ano Bom (a Planner Corretora, a Gradual e seus diretores responsáveis), no seu dever de fiscalizar a atuação da gestora.

6. Sustentam as Acusadas que “*todos os Processos Sancionadores possuem como objeto a investigação de supostas irregularidades nos procedimentos da Agência para a emissão de relatórios de classificação de risco de determinadas operações de valores mobiliários*”<sup>5</sup>. Tendo em vista que “*tratam-se dos mesmos procedimentos – quais sejam, os processos seguidos pela LF RATING para toda e qualquer classificação de risco de crédito, e a observância da mesma metodologia aplicável a operações estruturadas –*”, alegam que “*a avaliação das condutas das DEFENDENTES nos Processos Sancionadores se mostra intrinsicamente relacionada, o que impõe a distribuição desses procedimentos por conexão*”<sup>6</sup>.

É o breve relatório.

---

<sup>5</sup> Doc. SEI 0794692, p. 7.

<sup>6</sup> Doc. SEI 0794692, p. 8.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### VOTO

1. Como mencionado no relatório, as Acusadas alegam que os PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, PAS CVM 19957.008143/2018-26 e PAS CVM 19957.010958/2018-75 seriam conexos e solicitam a sua distribuição a um mesmo relator, para julgamento conjunto.
2. Após detida análise dos objetos dos Processos e de seus contextos fáticos, entendo que não estão presentes os elementos necessários para caracterizar tal conexão, em respeito ao art. 36 da Resolução CVM nº 45/2021.
3. O art. 36 da Resolução CVM nº 45/2021 prevê a distribuição por conexão em dois casos, quais sejam: (i) quando a prova de uma infração ou de qualquer de suas circunstâncias elementares influir na prova de outra infração; ou (ii) quanto as condutas avaliadas no âmbito dos respectivos processos estiverem ligadas por circunstâncias fáticas.

#### **Não se aplica a hipótese do art. 36, inc. I, da Resolução CVM nº 45/2021**

4. As Acusadas não pontuam haver eventual prova no âmbito do PAS CVM nº 19957.008816/2018-48 que esteja a influir na prova das infrações apuradas no âmbito dos outros dois processos e, por conseguinte, não alegam nada em específico que pudesse caracterizar a conexão nessa hipótese.

#### **Não se aplica a hipótese do art. 36, inc. II, da Resolução CVM nº 45/2021**

5. Extraio da pretensão das Acusadas que a percepção delas é que supostamente poderia haver eventual conexão entre os Processos em decorrência de contextos fáticos envolvidos nos Processos.
6. Esta interpretação é feita por mim no sentido de dar o melhor aproveitamento ao pedido formulado pelas Acusadas, que *in casu* sequer fizeram referência ao dispositivo legal que poderia legitimar esta pretensão, da mesma forma que não contextualizaram o pedido fazendo uma referência expressa a este ângulo.
7. De qualquer forma, registre-se que os contextos fáticos dos Processos são bastante distintos, como demonstrarei abaixo.



## 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)

### Análise dos Casos Concretos

8. Os Processos apuram supostas irregularidades cometidas no âmbito de ofertas de emissão de debêntures distintas, sendo que:

- (i) no PAS CVM nº 19957.008816/2018-48 analisa-se a emissão de debêntures da Venture, iniciada em 18/08/2017;
- (ii) no PAS CVM nº 19957.008143/2018-26 analisa-se a emissão de debêntures da EBPH, iniciada em 20/06/2016; e
- (iii) no PAS CVM nº 19957.010958/2018-75 analisa-se a emissão de debêntures da Ano Bom, iniciada em 15/12/2016.

9. Tratam-se de emissões claramente diferentes, visto que: **(i)** ocorreram em períodos distintos; **(ii)** foram realizadas por pessoas jurídicas diferentes; **(iii)** que não possuem os mesmos sócios; e **(iii)** que estão sediadas em locais também distintos. Cada emissão, nesse sentido, tem as suas próprias características, sem aparente relação entre si.

10. Sendo assim e considerando que a análise que se fará em sede de julgamento em relação à autoria e materialidade de cada acusação está intrinsecamente ligada às características distintas dessas emissões, não enxergo conexão entre os Processos.

11. Entendo que, embora alguns acusados figurem nos 3 (três) Processos e respondam pelo descumprimento do mesmo dispositivo — como se observa em relação à Orla, à LFRating e às administradoras fiduciárias Planner Corretora e Gradual, acusadas, respectivamente, de violar o art. 11, I, da Instrução CVM nº 476/2009, o art. 10, II, da Instrução CVM nº 521/2012 e o art. 90, X da Instrução CVM nº 555/2014 nos 3 (três) Processos —, a análise de suas condutas será distinta em cada caso, até mesmo em respeito às Acusadas e ao princípio do devido processo legal (art. 5º, inc. LIV, da Constituição Federal). Isso porque:

- (i) Em relação à Orla, será necessário analisar no julgamento dos Processos se a intermediária líder prestou as informações corretas ao mercado em relação a cada uma das ofertas;
- (ii) Em relação à LFRating, será necessário verificar se os procedimentos para classificação de risco foram adequados em relação a cada uma das ofertas analisadas pela agência; 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](http://www.cvm.gov.br)

(iii) Em relação à Planner Corretora e à Gradual, será necessário apurar quais as medidas de fiscalização frente à atuação da gestora adotadas em cada caso.

12. Diferentemente do que alegam as Acusadas, me parece que ainda que os procedimentos adotados pela Argus sejam, em abstrato, os mesmos em todas as emissões, será necessário avaliar individualmente, em cada caso concreto, quais procedimentos foram efetivamente adotados e se, à luz das características de cada oferta, estes foram suficientes.

13. Portanto, embora haja simples coincidência parcial entre alguns dos acusados nos 3 (três) Processos e os respectivos dispositivos violados, cada caso envolve um contexto fático diferente, com características próprias e peculiaridades individualizadas. Não se verificam os requisitos necessários à caracterização da conexão, nos termos do art. 36 da Resolução CVM nº 45/2021<sup>7</sup>.

14. Nessa mesma linha, este Colegiado já reconheceu que a mera coincidência de partes e de imputações em dois processos não é suficiente para caracterizar a conexão, devendo-se apurar se há relação entre os fatos subjacentes:

*“O Presidente Marcelo Barbosa, ao consultar a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE/CVM acerca da questão por meio do Ofício Interno nº 1/2022/CVM/PTE, ressaltou, em síntese, que: (i) ‘as condutas apuradas nos processos foram praticadas em contextos fáticos absolutamente distintos, visto que envolvem fundos de investimentos diferentes – o FIDC Red e o FIDC Trendbank’; (ii) ‘o período em que foi praticada a suposta infração ao dever de fiscalizar por parte do Banco Petra, que figurou como administradora fiduciária dos fundos, [seria] também diferente’; [...]. Ante o exposto, o Colegiado, por unanimidade, reconheceu a inexistência de conexão entre os processos, acompanhando o voto do Presidente Marcelo Barbosa”*<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Chego à mesma conclusão, aliás, analisando a suposta conexão entre os Processos à luz do disposto no art. 36 da Instrução CVM nº 607/2019, vigente à época da primeira distribuição do PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, para a relatoria do ex-Presidente Marcelo Barbosa (doc. SEI 0841891). O referido dispositivo, afinal, possui a mesma redação do art. 36 da Resolução CVM nº 45/2021, que substituiu a Instrução CVM nº 607/2019 e está atualmente em vigor.

<sup>8</sup> Questão incidental nos PAS CVM nº 19957.008901/2016-44 e 19957.006688/2016-36, apreciada na reunião do Colegiado de 25/01/2022.





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

15. Observo, ainda, em relação aos demais acusados em comum nos Processos, que a capitulação conferida pela área técnica foi distinta<sup>9</sup> – o que reforça que a análise a ser feita pelo julgador será única e independente em cada caso.

16. Justamente em razão da falta de similaridade entre os fatos apurados nos três Processos, entendo que as preocupações e interesses tutelados pelo instituto da conexão estão preservados. Assim, não vislumbro risco de decisões conflitantes caso seu julgamento ocorra de forma separada e me parece que a reunião dos Processos praticamente não acarretará economia processual, pois exigirá do julgador a análise de provas e condutas distintas dos agentes envolvidos. Aliás, dada a extensão dos Processos, me parece que a sua reunião poderia, inclusive, tumultuar os trabalhos de relatoria em andamento.

17. Por todos esses motivos, entendo que não estão presentes os requisitos necessários à caracterização da conexão entre os Processos, que devem continuar a ser conduzidos de modo independente, tal como se vinha fazendo até o presente momento.

É como voto.

Rio de Janeiro, 30 de agosto de 2022.

**João Pedro Barroso do Nascimento**

Presidente Relator

---

<sup>9</sup> Por exemplo, a Elleven e a Única foram acusadas **(i)** por ter faltado com diligência na aquisição dos ativos e por ter falhado no seu dever de fiscalizar, no âmbito do PAS CVM nº 19957.008816/2018-48; e **(ii)** por operação fraudulenta e outras infrações no âmbito do PAS CVM nº 19957.008143/2018-26. Semelhantemente, a Planner Trustee foi acusada **(i)** de violar o art. 11, I, II, V e VII da Instrução CVM nº 583/2016, no âmbito do PAS CVM nº 19957.008143/2018-26; e **(ii)** de prática de operação fraudulenta (item I, c/c II, “c”, da Instrução CVM nº 8/1976), no âmbito do PAS CVM nº 19957.010958/2018-75.