



## 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 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

**Assuntos:** Recurso ao Colegiado contra decisão da Relatora de indeferimento de pedido de produção de provas; e Pedido de conexão entre os PAS CVM nº 19957.008143/2018-26, 19957.008816/2018-48 e 19957.010958/2018-75.

**Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

### RELATÓRIO

1. Trata-se do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.008143/2018-26 (“PAS”), instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) e pela Superintendência de Relação com Investidores Institucionais (“SIN” e, em conjunto com a SRE, “Áreas Técnicas” ou “Acusação”), para apurar o eventual cometimento de irregularidades por



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

2. No âmbito deste PAS, foram trazidas as seguintes questões incidentais:

- (i) em 31.08.2022, o acusado Leonardo de Carvalho Iespa (“Leonardo Iespa” ou “Recorrente”) apresentou recurso ao Colegiado<sup>1</sup> (“Recurso”), contra decisão de indeferimento de pedido de produção de provas, que, como Diretora Relatora, proferi por meio de despacho de 27.07.2022<sup>2</sup> (“Despacho”); e
- (ii) em 01.07.2019, as acusadas Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda. (“Argus” ou “LF Rating”) e Maria Christina Tavares Maciel (“Maria Maciel” e, em conjunto com Argus, “Peticionantes”) apresentaram razões de defesa conjunta<sup>3</sup>, por meio da qual pleitearam o reconhecimento de conexão entre o presente PAS e os PAS CVM nº 19957.008816/2018-48<sup>4</sup> (“PAS VCI”) e 19957.010958/2018-75<sup>5</sup> (“PAS Ano Bom” e, em conjunto com este e o PAS VCI, “Processos”).

3. Essas questões serão abordadas separadamente, neste Relatório, para maior clareza.

### (A) Recurso ao Colegiado - indeferimento de pedido de produção de provas

4. Consoante o termo de acusação lavrado neste PAS<sup>6</sup>, a Elleven Gestora de Recursos Ltda. (“Elleven”) foi acusada de ter violado o art. 92, I<sup>7</sup>, da ICVM nº 555/2014, por, alegadamente, não ter buscado “*as melhores condições para os cotistas dos fundos [sob sua gestão], faltando com seu dever de diligência*”; e o item I c/c item II, alínea “c”<sup>8</sup>, da ICVM nº 8/1979, por participação

<sup>1</sup> Doc. 1600880.

<sup>2</sup> Doc. 1567022.

<sup>3</sup> Doc. 0794712.

<sup>4</sup> De relatoria do Presidente João Pedro Nascimento.

<sup>5</sup> De relatoria do Diretor Otto Lobo.

<sup>6</sup> Doc. 0649888.

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas; II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros.



## 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)

em alegada operação fraudulenta. Para a Acusação, recai, também, sobre Leonardo Iespa, na qualidade de diretor responsável da Elleven perante a CVM, a responsabilidade por tais violações.

5. Em suas razões de defesa<sup>9</sup>, Leonardo Iespa ressaltou que *“investigações [conduzidas pela Polícia Federal]<sup>10</sup> vieram a mostrar que houve graves irregularidades na constituição do empreendimento, conforme relatado, inclusive, pelo Sr. [R. S. R.] [cotista do Fundo de Investimento em Participações LSH (“FIP LSH”), doravante a “Testemunha”], anterior empreendedor do hotel, que firmou acordo de colaboração premiada”*. O empreendimento ao qual fez referência no trecho transcrito é o desenvolvido indiretamente pelo FIP LSH, cujas cotas, de titularidade da Testemunha, foram adquiridas pela EBPH com recursos da Oferta.

6. Leonardo Iespa sustentou não ter participado de tais irregularidades, o que, segundo alegou, poderia ser comprovado com o depoimento da Testemunha, razão pela qual apontou sua *“pretensão de produzir prova oral no âmbito deste PAS, consubstanciada na oitiva [da Testemunha], que firmou acordo de colaboração premiada com o Ministério Público Federal”*, requerendo o deferimento da produção dessa prova testemunhal.

7. No Despacho, porém, indeferi tal requerimento, ao amparo do disposto no art. 43, §3º<sup>11</sup>, da Resolução CVM (“RCVM”) nº 45/2021, tendo considerado, para tanto, os seguinte motivos.

8. Neste PAS, apesar de, quanto à destinação de recursos captados na Oferta, haver relação com o FIP LSH, a Acusação não tratou da sua gestão para sustentar as infrações por ela imputadas, as quais se apoiam no quanto apurado pelas próprias Áreas Técnicas em relação à Oferta, que, no entender delas, reuni um conjunto de indícios suficientes para caracterizar operação fraudulenta.

9. As acusações – à época, frisei – não foram respaldadas em constatação de irregularidades eventualmente cometidas pelo FIP LSH ou por pessoas de algum modo a esse relacionadas, como a Testemunha, mas sim na conduta do Recorrente em relação à participação, na Oferta, como adquirentes de parte das Debêntures, de fundos de investimento sob gestão da Elleven (à luz do

<sup>9</sup> Doc. 0799166.

<sup>10</sup> Note-se que Leonardo Iespa anexou à sua defesa relatórios e denúncias relacionadas a investigações conduzidas pela Polícia Federal em conjunto com o Ministério Público Federal sobre a atuação de fundos que apresentavam, entre os seus cotistas, entidades integrantes do Regime Próprio de Previdência Social (“RPPS”), em alegadas operações fraudulentas, tais como a “Operação Circus Maximus”, a “Operação Encilhamento” e a “Operação Greenfield”.

<sup>11</sup> Cabe ao Relator decidir acerca do pedido de provas formulado na defesa do acusado, bem como presidir as diligências necessárias à sua produção, caso deferido o pedido. (...) §3º O Relator deve indeferir, de forma fundamentada, as provas ilícitas, desnecessárias ou protelatórias.



## 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)

seu dever de diligência, ao não obter as melhores condições para os cotistas dos referidos fundos, enquanto diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários).

10. Além disso, considere que tampouco foram apontados fatos ou elementos controvertidos que poderiam vir a ser esclarecidos com a produção da referida prova e que eventual tentativa de fazer com que a Testemunha se disponibilizasse a prestar esclarecimentos a respeito deste PAS tenderia a ser inócua, sendo que os esforços empreendidos nesse sentido teriam apenas efeito protelatório. Tal tendência deriva do fato de que a Testemunha é acusada em outro PAS em curso perante a CVM<sup>12</sup>, em que, segundo dispõe a acusação naquele processo, todas as tentativas “*de envio de ofício para que este se manifestasse (...) rest[aram] infrutífera[s]*”<sup>13</sup>. A Testemunha, inclusive, não apresentou defesa no âmbito daquele PAS, e teve que ser citada por edital<sup>14</sup>.

11. Por fim, levei em consideração que Leonardo Iespa manifestou-se em sua defesa contraditando os elementos sobre as quais foram fundamentadas as acusações em relação à sua conduta, havendo substrato fático-probatório para sopesar as diferentes visões.

12. Conforme supracitado, em 31.08.2022, Leonardo Iespa apresentou o Recurso, contra a decisão de indeferimento do pedido de produção de provas. Em síntese, reforçou alguns argumentos de defesa quanto ao mérito e aduziu as seguintes razões sobre a adequação e necessidade do deferimento de seu pedido:

- (i) “*ele [o Recorrente] e a TMJ [atualmente, a Elleven] foram ludibriados pelo esquema envolvendo os empreendedores do LSH Hotel e a [B.] DTVM*”, e que “*O Recorrente não arquitetou, contribuiu ou participou, sequer tangencialmente, de qualquer operação fraudulenta envolvendo a Oferta e as Debêntures [de emissão da EBPH], sendo, na realidade, verdadeira vítima do esquema em questão*”;
- (ii) o depoimento da Testemunha (que seria uma “*figura central na operação fraudulenta envolvendo o LSH Hotel e do qual decorreu a Oferta investigada sob este PAS*”) seria esclarecedor no que tange “*a averiguação dos fatos que circundam o presente PAS, confirmando o não envolvimento do Recorrente no conluio em questão, principalmente a não caracterização de ações dolosas por parte do Recorrente, refutando as práticas a ele imputadas no Termo de Acusação*”;

<sup>12</sup> Trata-se do PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, pendente de julgamento pela CVM.

<sup>13</sup> Doc. 0831102.

<sup>14</sup> Conforme publicado no Diário Eletrônico da CVM em 25.01.2021.



## 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)

- (iii) o depoimento da Testemunha “*terá credibilidade acentuada, haja vista que, sob o peso dos compromissos assumidos no acordo de colaboração premiada, tal testemunha invocada estará constrangida a não faltar com a verdade, sob pena de perder os benefícios negociados com o Ministério Público Federal*”;
- (iv) seria irrelevante “*(...) do ponto de vista da admissão do testemunho d[a Testemunha], o fato de a colaboração premiada acordada entre ele e o Ministério Público Federal não ter sido utilizada pelas áreas técnicas da CVM para fundamentar as acusações deste PAS*”, já que “[*o*] direito à ampla defesa e ao contraditório não está limitado à produção de ‘contraprovas’ do que a acusação tenha trazido para instruir as imputações”;
- (v) o que a decisão constante do Despacho “*fez foi impedir o Recorrente de comprovar sua inocência, pois negou-lhe o direito de produzir prova da ausência do dolo – isto é, de comprovar que não participou da fraude*”;
- (vi) quanto à justificativa de que a oitiva da Testemunha seria inócua e protelatória pelo fato de que “*foram infrutíferas as tentativas anteriores de oficiá-lo, no âmbito de outro processo em curso perante a CVM, trata-se, permissa venia, de um disparate. Os ofícios [à Testemunha] foram expedidos no âmbito de outro processo administrativo, do qual o Recorrente não tem qualquer conhecimento ou envolvimento. Nem sequer se sabe quando essas tentativas de intimá-lo foram realizadas ou até mesmo como foram conduzidas*”;
- (vii) seria “*curioso*” o fato de que é “*desconhecido o paradeiro de determinado indivíduo que é parte de acordo de colaboração premiada com o Ministério Público Federal*”, de modo que deveria haver “*ocorrido alguma falha de comunicação entre a CVM e o MPF acerca da localização d[a Testemunha] e dos meios recomendáveis para oficiá-lo*”;
- (viii) não teria cabimento “*(...) a alegação de que o pedido de oitiva da testemunha seria protelatório, inclusive ao considerarmos o caminhar moroso do PAS em questão, iniciado em 2018. O requerimento de produção de prova oral constou das razões de defesa do ora Recorrente, (...) apresentada tempestivamente em 1º de julho de 2019, sendo certo que somente agora – três anos após (...) – é que o pedido de oitiva do [R.S.] foi apreciado*”; e
- (ix) “*O direito à produção de provas é assegurado pela Constituição Federal (art. 5º, inciso LV) e pela legislação infraconstitucional*”, além de ser preconizado no parágrafo único do art. 2º, da Lei nº 9.784/1999.

### **(B) Pedido de conexão entre este PAS, o PAS VCI e o PAS Ano Bom**

13. Ainda segundo a Acusação, a Argus emitiu, no âmbito da Oferta, relatório cujo objeto consistia na avaliação de risco do investimento nas Debêntures, porém tal documento contaria com 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*



## 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)

*erro quanto à situação creditícia do ativo financeiro*”<sup>15</sup>. Consequentemente, foi imputado a Argus e Maria Maciel o cometimento de infração ao art. 10, inciso II, da ICVM nº 521/2012<sup>16</sup>.

14. Quando da apresentação de suas razões de defesa<sup>17</sup>, as Peticionantes solicitaram o reconhecimento de conexão entre este PAS e o PAS VCI e o PAS Ano Bom, na forma do art. 5º-A, inciso II, alínea b, da Deliberação CVM nº 558/2008<sup>18</sup>.

15. Na visão das Peticionantes, os Processos “*possuem como objeto a investigação de supostas irregularidades nos procedimentos da Agência [Argus] para emissão de relatórios de classificação de risco de determinadas operações de valores mobiliários (...)*” e esses teriam o condão de examinar os “*mesmos procedimentos – quais sejam, os processos seguidos pela [Argus] para toda e qualquer classificação de risco de crédito, e a observância da mesma metodologia aplicável a operações estruturadas (...)*”, de modo que “*a avaliação da conduta das DEFENDENTES nos Processos Sancionadores se mostra intrinsicamente relacionada, o que impõe a distribuição desses procedimentos por conexão*”.

É o breve relatório.

---

<sup>15</sup> Doc. 0649888.

<sup>16</sup> A agência de classificação de risco de crédito deve adotar providências para evitar a emissão de qualquer classificação de risco de crédito que: I – contenha declarações falsas; ou II – induza o usuário a erro quanto à situação creditícia de um emissor ou de um ativo financeiro.

<sup>17</sup> Doc. 0794712.

<sup>18</sup> A Deliberação CVM nº 558/2008, vigente quando da apresentação das razões de defesa pelas Peticionantes, foi revogada pela RCVN nº 46/2021. As normas relativas à distribuição de PAS, inclusive por conexão, porém, constam atualmente da RCVN nº 45/2021. O artigo 36 da RCVN nº 45/2021 substituiu o art. 5º-A da Deliberação CVM nº 558/2008 no que diz respeito ao procedimento aplicável a PAS conexos, aplicando-se, ao entrar em vigor, imediatamente aos processos em curso, por se tratar de norma de natureza procedimental. O dispositivo mencionado pelas Peticionantes foi mantido no art. 36, inciso II, da RCVN nº 45/2021, em textual: Art. 36. Os processos devem ser distribuídos por conexão quando: I – a prova de uma infração ou de qualquer de suas circunstâncias elementares influir na prova de outra infração; ou II – as condutas avaliadas no âmbito dos respectivos processos estiverem ligadas por circunstâncias fáticas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### VOTO

1. Como relatado, trata-se de decidir, no âmbito deste PAS, sobre as seguintes questões incidentais: (i) Leonardo Iespa apresentou o Recurso contra decisão de indeferimento de pedido de produção de provas, que, como Relatora, proferi em Despacho; e (ii) Argus e Maria Maciel requereram o reconhecimento de conexão entre o presente PAS, o PAS VCI e o PAS Ano Bom.

2. Essas questões serão tratadas, separadamente, neste voto, para maior clareza.

#### **(A) Recurso ao Colegiado - indeferimento de pedido de produção de provas**

3. Depreende-se do art. 43, *caput*, que, a princípio, compete ao relator decidir acerca de pedido de produção de provas formulado pelo acusado, cabendo-lhe, consoante o disposto no seu §3º, indeferi-lo, fundamentadamente, caso as provas sejam ilícitas, desnecessárias ou protelatórias.

4. Conforme relatado, Leonardo Iespa ressaltou que “*investigações [conduzidas pela Polícia Federal] vieram a mostrar que houve graves irregularidades na constituição do empreendimento, (...) inclusive, pelo Sr. [R. S. R.] [a Testemunha], anterior empreendedor do hotel, que firmou acordo de colaboração premiada*”. O empreendimento a que fez referência no trecho transcrito era o desenvolvido indiretamente pelo FIP LSH, cujas cotas, de titularidade da Testemunha, foram adquiridas pela EBPH com recursos da Oferta. O defendente sustentou não ter participado de tais irregularidades, o que, segundo alegou, poderia ser comprovado com o depoimento da Testemunha, razão pela qual apontou sua “*pretensão de produzir prova oral no âmbito deste PAS, consubstanciada na oitiva [da Testemunha](...)*”, requerendo o deferimento da produção dessa prova testemunhal.

5. Todavia, tal prova não se faz necessária e tende a ser protelatória. Os motivos desta constatação foram objeto do Despacho, em que decidi pelo indeferimento de sua produção, já resumidas no relatório acima.

6. Não obstante a ausência de argumentos novos trazidos em sede de Recurso a convencer por avaliação distinta, cabe aqui apreciar dadas ponderações nele contidas, o que passo a fazer.

7. O Recorrente argumentou que o depoimento da Testemunha teria credibilidade acentuada, uma vez que tal indivíduo estaria constrangido a não faltar com a verdade, por estar



## 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)

“*sob o peso dos compromissos assumidos no acordo de colaboração premiada*”, quanto aos quais poderia perder benefícios negociados com o Ministério Público Federal.

8. Em primeiro lugar, mesmo que não viesse a faltar com a verdade em seu depoimento, como já dito no Despacho, não se demonstrou satisfatoriamente como poderiam ser pertinentes à atuação de outros agentes no âmbito da Oferta, no contexto da qual ocorreram os fatos em apuração no presente PAS e em que não houve qualquer envolvimento da Testemunha, exceto pelo fato de que as quotas de sua titularidade, de emissão FIP LSH, foram adquiridas com parte dos recursos angariados. Novamente, vale frisar que, nem a gestão, nem a atuação do FIP LSH, do qual era quotista, estão sendo apuradas neste PAS. Em segundo – subsidiariamente –, também importa considerar que, embora seja compreensível a ideia de que a situação descrita oferece incentivos para a Testemunha não mentir, não se trata de consequência obrigatória e, sobretudo, não se trata de uma situação particularmente especial<sup>19</sup>.

9. O Recorrente também argumenta que “[o] direito à ampla defesa e ao contraditório não está limitado à produção de ‘contraprovas’ do que a acusação tenha trazido para instruir as imputações”, sendo irrelevante “(...) do ponto de vista da admissão do testemunho d[da Testemunha], o fato de a colaboração premiada acordada entre ele e o Ministério Público Federal não ter sido utilizada pelas áreas técnicas da CVM para fundamentar as acusações deste PAS”.

10. Apesar de pertinente o argumento de que não cabe limitar o direito do acusado à defesa e ao contraditório à produção de contraprovas, relevar destacar que não houve, *in casu*, tal imposição, ou mesmo a sua sugestão. Por outro lado, cabe também reconhecer que a prova a ser produzida no processo não é qualquer prova desejada pela defesa, mas aquela que tenha relevância para a apuração da infração imputada ao acusado<sup>20</sup>.

11. Nesse sentido, a menção à não utilização, por parte das Áreas Técnicas, da delação da Testemunha como fundamento para a acusação foi feita porque este fato converge com a constatação de que a atuação da Testemunha perante o FIP LSH na qualidade de quotista, suas

<sup>19</sup> Note-se que o Decreto-Lei nº 2.848/40 (Código Penal), em seu art. 342, tipifica o crime de falso testemunho e contempla o ato de fazer afirmação falsa, ou negar ou calar a verdade como testemunha em processo administrativo. Assim, os incentivos já existentes seriam suficientes para absorver outros em termos de relevância, uma vez que o cometimento de tal ilícito sujeita o indivíduo à pena privativa de liberdade: reclusão de 2 (dois) a 4 (quatro) anos.

<sup>20</sup> Vale ressaltar que “*não há direito absoluto à produção de provas, e a garantia à ampla defesa não se confunde com irrestrita autorização para a realização de qualquer prova no interesse da defesa*” (TRF da 4ª Região. Habeas Corpus nº 5017585- 98.2018.4.04.0000/SC, 7ª Turma, rel. Salise Sanchoatene, julgado em 04.05.2018).





## 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)

atividades como empresário quanto ao LSH Hotel ou sua relação com participantes da Oferta não integram as circunstâncias fáticas das infrações administrativas sob análise neste PAS, razão pela qual entendo que o referido depoimento é desnecessário.

12. Ainda, Leonardo Iespa aduziu que se trata de um “*disparate*” o fato de que foi considerado – como elemento a compor o embasamento da decisão proferida no Despacho –, o não conhecimento desta CVM quanto ao paradeiro da Testemunha que se quer arrolar, isto é, levando em conta que tal indivíduo é acusado em outro processo em curso perante a CVM, em que, segundo dispõe a peça acusatória, todas as tentativas de envio de ofício para que se manifestasse restaram infrutíferas, sendo que não apresentou defesa e teve que ser citado por edital.

13. A despeito da irresignação manifestada pelo defendente, cabe ressaltar que os princípios da eficiência, da economia e da celeridade processual – todos positivados em nosso ordenamento jurídico<sup>21</sup> – demandam que questões de ordem prática sejam consideradas quando da instrução do processo (seja ele judicial ou administrativo) visando a um equilíbrio entre dois deveres: o de se obter o máximo de um fim com o mínimo de recursos (eficiência) e o de, com um dado meio, atingir o fim ao máximo (efetividade)<sup>22</sup>. No caso, como já demonstrado, o depoimento da Testemunha é desnecessário e a tentativa de realizá-lo tenderia a ser meramente protelatória, sendo que, à luz do desconhecimento quanto ao seu paradeiro, tende a ser, na prática, inócua. Portanto, indeferi-lo é medida que se impõe.

14. Ainda, sobre o paradeiro da Testemunha, o Recorrente pontuou que seria “*curioso*” o fato de que este é desconhecido, por se tratar de “*indivíduo que é parte de acordo de colaboração premiada com o Ministério Público Federal*”, de modo que deveria haver “*ocorrido alguma falha de comunicação entre a CVM e o MPF acerca da localização d[da Testemunha] e dos meios recomendáveis para oficiá-lo*”.

15. Inobstante serem a CVM e o Ministério Público Federal instituições integrantes do Estado Brasileiro, bem como ser consabido que a cooperação entre estas entidades, sempre que possível

<sup>21</sup> Art. 5º, LXXVII, Constituição Federal/88: “*a todos, no âmbito judicial e administrativo, são assegurados a razoável duração do processo e os meios que garantam a celeridade de sua tramitação*”; Art. 2º, Lei nº 9.099/95: “*O processo orientar-se-á pelos critérios da oralidade, simplicidade, informalidade, economia processual e celeridade, buscando, sempre que possível, a conciliação ou a transação*”.

<sup>22</sup> *Curso de Direito processual Civil: Introdução ao Direito Processual Civil, Parte Geral e Processo de Conhecimento*. DIDIER Jr., Fredie. Salvador: Ed. Jus Podium, 2015, pp. 102.



## 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)

e pertinente, é almejada, importa que a medida em tela seja em si razoável e necessária, a justificar o acionamento e a mobilização de outros órgãos para sua realização.

16. No caso em tela, subsidiariamente, há ainda que se considerar que o simples fato de que a Testemunha já ter firmado um acordo de colaboração com o Ministério Público Federal não implica, necessariamente, na consequência suscitada pelo Recorrente, qual seja, que essa entidade conhece o seu paradeiro atual, tampouco que a Testemunha compareceria perante a CVM para prestar depoimento. Destaque-se, inclusive, que o ofício ao qual faz referência o termo de acusação lavrado no âmbito do PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, em que se constatou que tinham sido infrutíferas as tentativas de comunicação com a Testemunha, data de 23.09.2019. Embora não se tenha trazido aos autos maiores detalhes sobre a cronologia do acordo de colaboração, é possível constatar que esse foi celebrado em data anterior, tendo em vista que a ele se faz referência, à título de exemplo, no documento que se intitulou “Desdobramento da Operação Greenfield”, de autoria do Ministério Público Federal, datado de 14.12.2018<sup>23</sup>. Não há, portanto, razões para que se assevere que a Testemunha não possa se encontrar, atualmente, em paradeiro distinto do que se tinha à época da celebração do acordo, o que, de todo modo, não afasta os demais aspectos pela improcedência do pedido considerados nesse voto.

17. Por fim, o Acusado refutou “(...) a alegação de que o pedido de oitiva da testemunha seria protelatório, inclusive ao considerarmos o caminhar moroso do PAS em questão, iniciado em 2018. O requerimento de produção de prova oral constou das razões de defesa do ora Recorrente, a qual foi apresentada tempestivamente em 1º de julho de 2019, sendo certo que somente agora – três anos após tal requerimento – é que o pedido de oitiva do Sr. [R. S.] foi apreciado”.

18. A propósito, importa ressaltar que tal avaliação quanto ao tempo de transcurso em cada caso concreto deve levar em conta as variadas características de cada processo. Neste, tem-se um PAS de considerável complexidade, com um número substancial de acusados e uma extensa gama de condutas e provas a serem analisadas, de modo que não se pode afirmar, *a priori*, que a sua apreciação por esta CVM deveria exigir a mesma celeridade de processos de menor complexidade.

19. Ademais, consoante relatado, a Testemunha seria, na visão do Recorrente, uma “figura central na operação fraudulenta envolvendo o LSH Hotel e do qual decorreu a Oferta investigada sob este PAS” e seu depoimento seria esclarecedor no que tange “a averiguação dos fatos que

---

<sup>23</sup> Doc. 0799206, arquivo intitulado “Doc. nº 03 – Desdobramento da Operação Greenfield”, juntado aos autos como anexo às razões de defesa de Leonardo Iespa.



## 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)

*circundam o presente PAS, confirmando o não envolvimento do Recorrente no conluio em questão, principalmente a não caracterização de ações dolosas*”, mas verifico que a imputação constante do termo de acusação é de que o Recorrente teria agido em conluio com a emissora, EBPH, e com os Srs. Oswaldo Pano Filho, Alexandre Luiz Trigo Rodrigues e Manuel Cerdeiriña Lamas, que teriam realizado operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, e não que teria atuado em conluio com a Testemunha<sup>24</sup>.

20. Cabe, ainda, pontuar que a prova testemunhal, por sua natureza, se destina a comprovar fatos presenciados por aquele que vai depor<sup>25</sup>, sendo, neste caso, refutada sua serventia para a formação da convicção do julgador quanto à “*não caracterização de ações dolosas*”, a qual envolve uma 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)<sup>26</sup>, sendo esses outros argumentos a reforçar a desnecessidade da dilação probatória pretendida.

21. Ante o exposto, e reiterando, ainda, os termos do Despacho, voto pelo não provimento do Recurso, ao amparo do disposto no art. 43, §3º, da RCVM nº 45/2021.

### **(B) Pedido de conexão entre este PAS, o PAS VCI e o PAS Ano Bom**

22. Por sua vez, como relatado, as acusadas Argus e Maria Maciel requereram, no âmbito desse PAS, o reconhecimento de conexão entre o presente PAS, o PAS VCI e o PAS Ano Bom, sendo este requerimento também levado à apreciação do Colegiado, nesta oportunidade, em benefício da celeridade processual, de modo a serem ambos os incidentes, desde logo, decididos.

16. Consta, entretanto, que requerimentos de idêntica natureza haviam sido apresentados pelas Peticionantes nos autos do PAS VCI e do PAS Ano Bom, por meio das razões de defesa conjunta protocoladas em cada um dos Processos. Conforme consta dos termos de acusação lavrados nesses Processos, às Peticionantes também se imputa a infração ao art. 10, II, da ICVM

<sup>24</sup> Item 241 do termo de acusação.

<sup>25</sup> Como ensina a doutrina, “*a testemunha é o indivíduo que, não sendo parte nem sujeito interessado no processo, depõe perante um juiz sobre fatos pretéritos relevantes para o processo e que tenham sido percebidos pelos seus sentidos*” (BADARÓ, Gustavo Henrique. Direito processual penal. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. t. 1, p. 245). O conceito é plenamente aplicável à prova testemunhal produzida no âmbito de processos administrativos sancionadores.

<sup>26</sup> Nesse sentido: “*(...) a prova do dolo (também chamado de dolo genérico) e dos elementos subjetivos do tipo (conhecidos como dolo específico) são aferidas pela via do conhecimento dedutivo, a partir do exame de todas as circunstâncias já devidamente provadas e utilizando-se como critério de referência as regras da experiência comum do que ordinariamente acontece. É a via da racionalidade*” (OLIVEIRA, Eugênio Pacelli de. Curso de Processo Penal. 6. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2006. p. 291).



## 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)

521/2012, por terem supostamente emitido relatórios de *rating* capazes de induzir o investidor a erro, respectivamente, no contexto da 1ª emissão de debêntures da Venture Capital Participações e Investimentos S.A. e da 1ª emissão de debêntures da Ano Bom Incorporação e Empreendimentos S.A., ambas realizadas nos moldes da então vigente ICVM nº 476/2009.

23. Destaca-se, especificamente no que concerne a fundamentação de tais requerimentos, que o argumento basilar apresentado em cada PAS é sempre materialmente o mesmo, qual seja: o fato de que todos os Processos têm “*como objeto a investigação de supostas irregularidades nos procedimentos da Agência [Argus] para emissão de relatórios de classificação de risco de determinadas operações de valores mobiliários (...)*” e que esses teriam o condão de examinar os “*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 (...)*”, de modo que “*a avaliação da conduta das DEFENDENTES nos Processos Sancionadores se mostra intrinsecamente relacionada, o que impõe a distribuição desses procedimentos por conexão*”.

17. Além disso, verifica-se que a matéria já foi levada, como incidente processual, à apreciação do Colegiado, na reunião administrativa de 30.08.2022, quando foi examinado o requerimento formulado pelas Peticionantes no âmbito do PAS VCI<sup>27</sup>. Naquela oportunidade, decidiu-se unanimemente pelo não reconhecimento da conexão suscitada entre os Processos. Em seu voto, como relator, o Presidente João Pedro Nascimento considerou, em suma, que<sup>28</sup>:

- (i) não se aplica a hipótese do art. 36, I, da RCVM nº 45/2021, já que as Peticionantes não pontuaram haver eventual prova no âmbito do PAS VCI que influísse na prova das infrações apuradas no âmbito dos demais Processos; e
- (ii) não se aplica a hipótese do art. 36, II, da RCVM nº 45/2021, tendo em vista que os contextos fáticos dos Processos são bastante distintos.

24. Para fundamentar este último ponto, foi explanado: (a) que os Processos tratam 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 (iv) que*

<sup>27</sup> Doc. 1619477.

<sup>28</sup> Doc. 1598404. O inteiro teor do voto do Presidente João Pedro Nascimento encontra-se disponível, ainda, em [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2022/20220830/1497\\_19\\_1535\\_19\\_e\\_1572\\_19.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2022/20220830/1497_19_1535_19_e_1572_19.pdf).



## 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)

*estão sediadas em locais também distintos”; e (b) que, embora alguns acusados figurem em todos os Processos, os casos envolvem “características próprias e peculiaridades distintas”, tendo citado, inclusive, precedente do Colegiado neste sentido<sup>29</sup>. O Presidente Relator considerou, ainda, em seu voto, que: “ainda que os procedimentos adotados pela Argus sejam, em abstrato, os mesmos em todas as emissões [se referindo às distintas emissões objeto de cada Processo], 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.”*

25. Desse modo, faz-se impositivo reconhecer que o mérito da arguição de conexão já foi apreciado pelo Colegiado, em sede de questão incidental levada à deliberação do referido órgão, na reunião administrativa de 30.08.2022, no âmbito do PAS VCI, conforme destacado acima. Observa-se que, diante da repercussão da decisão colegiada sobre os Processos, conjuntamente considerados, o extrato da ata de reunião do Colegiado em que a referida decisão foi tomada está, também, disponível para consulta nos autos deste PAS, tendo inclusive sido as Peticionantes intimadas de seu teor<sup>30</sup>.

26. Assim, tendo o Colegiado já decidido pelo não reconhecimento da existência de conexão entre os Processos, voto no sentido de que seja reconhecida a perda de objeto do requerimento de reconhecimento da conexão formulado, neste PAS, pelas Peticionantes, de modo que seja dado prosseguimento ao curso processual corrente do presente PAS.

É como voto.

Rio de Janeiro, 14 de fevereiro de 2023.

Flávia Sant’Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

---

<sup>29</sup> Em seu voto, o relator cita Decisão do Colegiado de 25.01.2022, em que foi apreciada questão incidental atinente à inexistência de conexão entre os PAS CVM nº 19957.008901/2016-44 e 19957.006688/2016-36, disponível em [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2022/20220125\\_R1/20220125\\_D0817-e-0766.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2022/20220125_R1/20220125_D0817-e-0766.html).

<sup>30</sup> Docs. 1620479, 1620574 e 1626783.