



## 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 19957.001921/2020-71

Reg. Col. nº 1974/20

**Acusados:** VITÓRIA ASSET MANAGEMENT LTDA.  
HUMBERTO PIRES GRAULT VIANNA DE LIMA  
JOSÉ AUGUSTO FERREIRA DOS SANTOS  
PLANNER CORRETORA DE VALORES S.A.  
CARLOS ARNALDO BORGES DE SOUZA  
EDUARDO MONTALBAN

**Assunto:** Fundo de Investimento em Participações (FIP). Prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, conforme definida na letra “c” do item II da Instrução CVM nº 8, de 08.10.1979 e vedada pelo item I da norma. Infração ao art. 14, inciso I, “f”, da Instrução CVM nº 391, de 16.07.2003.

**Relator:** Presidente Marcelo Barbosa

### Relatório

#### I. Introdução

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN” ou “Acusação”) para apurar a responsabilidade de (i) VITÓRIA ASSET MANAGEMENT S.A. (“Vitória S.A.” ou “Vitória Asset”); HUMBERTO PIRES GRAULT VIANNA DE LIMA (“Humberto Lima”); JOSÉ AUGUSTO FERREIRA DOS SANTOS (“José Augusto dos Santos”); PLANNER CORRETORA DE VALORES S.A. (“Planner”); CARLOS ARNALDO BORGES DE SOUZA (“Carlos Arnaldo de Souza”); EDUARDO MONTALBAN (“Eduardo Montalban”) por irregularidades relacionadas ao MULTINER FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES (“FIP Multiner” ou “Fundo”) e à Multiner S.A. (“Multiner” ou “Companhia”), investida do Fundo, ocorridas entre 2008 e 2016.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

2. Em apertada síntese, a Acusação entende que o Fundo realizou investimentos na Multiner tomando como base uma avaliação flagrantemente equivocada, sem fundamento e que resultava em atribuição de valor artificialmente elevado à Companhia. Com isso, os cotistas do Fundo – em grande parte entidades de previdência complementar – foram prejudicados, enquanto os acionistas originais da Companhia foram beneficiados.

3. A Vitória S.A., que atuou como gestora do Fundo entre 2008 e novembro de 2011, e seu diretor responsável, Humberto Lima, são acusados da prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, conforme definida na letra “c” do item II da então vigente Instrução CVM nº 8, de 08.10.1979 (“ICVM 8”)<sup>1</sup> e vedada pelo item I da norma, em virtude do investimento realizado pelo Fundo na Multiner entre dezembro de 2008 e dezembro de 2009.

4. José Augusto dos Santos era (i) diretor presidente e controlador do Banco BVA<sup>2</sup> S.A. (“Banco BVA”), que, por sua vez, controlava a Vitória S.A. e (ii) principal acionista da Multiner S.A. à época do primeiro investimento do Fundo. Ele também é acusado da prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, conforme definida na letra “c” do item II da ICVM 8 e vedada pelo item I da norma, por ter, em tese, interferido na operação de investimento do Fundo na Companhia que o favoreceu em prejuízo dos cotistas.

5. A Planner S.A., que foi administradora do FIP Multiner durante todo o período e gestora de novembro de 2011 e janeiro de 2016, bem como seus diretores responsáveis Carlos Arnaldo de Souza (entre 2008 e 02.12.2013) e Eduardo Montalban (de 02.12.2013 a 05.09.2016), são acusados: (i) da prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, conforme definida na letra “c” do item II da ICVM 8 e vedada pelo item I da norma, por ter permitido a realização investimentos na Multiner S.A. a valor sobreavaliado, bem como mantido a marcação da carteira com valores equivocados, sem os devidos ajustes; e (ii) de infração ao art. 14, inciso I, “f”, da Instrução CVM nº 391 (“ICVM 391”), de 16.07.2003, por não terem apresentado à CVM a documentação utilizada para suportar a aquisição das ações da Multiner S.A. pelo Fundo.

<sup>1</sup> Atualmente, trata-se da Resolução CVM nº 62.

<sup>2</sup> Cf. afirmado por ele no âmbito de apuração dos fatos conduzida no âmbito da INFRAPREV (Doc. SEI 0968195, pág. 308).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### II. Origem

6. Em 17.11.2016, no âmbito do processo 19957.008085/2016-79, a Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados emitiu a Solicitação de Inspeção nº 01-2017/2016-CVM/SIN/GIE (0958728) referente à Planner e, mais especificamente, ao FIP Multiner, com foco na avaliação dos ativos integrantes da carteira, tanto no momento de aquisição quanto nos momentos subsequentes.

7. Após diversas trocas de correspondências e pedidos de informações aos prestadores de serviço do Fundo, principalmente a Planner e a Vinci Capital Gestora de Recursos Ltda. (“Vinci”), que assumiu a gestão do Fundo em janeiro de 2016, foi elaborado, pela Superintendência de Fiscalização Externa (“SFI”), o Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-1/Nº 03/2017, de 11.12.2017, que resultou na instauração do presente PAS.

### III. Acusação

8. A Acusação fundamenta-se nos fatos relacionados aos investimentos do Fundo na Multiner S.A. resumidos a seguir.

#### *Histórico do investimento do FIP Multiner na Multiner*

9. A Multiner foi constituída em maio de 2007, tendo como objetivo o investimento em ativos relacionados ao setor de energia elétrica<sup>3</sup>. O FIP Multiner foi constituído em setembro de 2008, com o objetivo de investir especificamente na Companhia, conforme indicado no Artigo 2º do seu Regulamento<sup>4</sup>. A Vitória S.A. assumiu a gestão do fundo desde sua constituição.

10. O Fundo foi registrado na CVM e autorizado a distribuir cotas em outubro de 2008. No mesmo mês, a Planner S.A. assumiu a administração do Fundo em substituição à Oliveira Trust<sup>5</sup>. No mês seguinte, a Planner S.A. iniciou a distribuição das cotas do Fundo.

11. Em dezembro de 2008, foram iniciadas (i) a subscrição das cotas do FIP Multiner<sup>6</sup> e (ii) os aportes do Fundo na Companhia, os quais estão resumidos na Tabela a seguir<sup>7</sup>:

---

<sup>3</sup> Doc. SEI 0960725.

<sup>4</sup> Doc. SEI 0962488.

<sup>5</sup> Doc. SEI 0962490.

<sup>6</sup> Cf. Tabela 2 – Aportes realizados no FIP entre 31.12.2008 e 06.5.2016.

<sup>7</sup> Tabela 1– Aportes realizados pelo FIP MULTINER na Multiner S.A no período de dez/2008 a set/2015.



## 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

Data de subscrição e integralizaç.	Espécies de Ações			Valor de Aplicação	Forma Integralização	Valor unitário por ação	Documento	Período
	Preferencias Resgatáveis	Ordin	Prefer. (Classe A e B)					
10/12/2008	7.472			R\$ 6.719.644,32	moeda corrente	R\$ 899,31	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
17/12/2008	7.479			R\$ 6.740.224,38	moeda corrente	R\$ 901,22	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
19/02/2009	83.478			R\$ 76.236.283,50	moeda corrente	R\$ 913,25	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
25/02/2009	2.733			R\$ 2.499.902,43	moeda corrente	R\$ 914,71	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
10/06/2009	5.284			R\$ 4.914.806,92	moeda corrente	R\$ 930,13	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
18/06/2009	33.813			R\$ 31.523.183,64	moeda corrente	R\$ 932,28	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
22/06/2009	70.797			R\$ 66.074.840,10	moeda corrente	R\$ 933,30	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
30/06/2009	20.076			R\$ 18.738.930,80	moeda corrente	R\$ 933,30	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
06/07/2009	11.624			R\$ 10.862.643,93	moeda corrente	R\$ 934,50	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
08/07/2009	9.513			R\$ 8.895.697,91	moeda corrente	R\$ 935,11	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
16/09/2009	3.170			R\$ 2.997.805,60	moeda corrente	R\$ 945,68	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
20/10/2009	83.478			R\$ 79.845.872,22	moeda corrente	R\$ 956,49	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
22/10/2009	2.298			R\$ 2.199.691,56	moeda corrente	R\$ 957,22	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
10/11/2009	40.154			R\$ 38.616.101,80	moeda corrente	R\$ 961,70	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
11/11/2009	2.113			R\$ 2.031.945,32	moeda corrente	R\$ 961,64	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
19/11/2009	35.593			R\$ 34.291.363,99	moeda corrente	R\$ 963,43	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
02/12/2009	26.545			R\$ 25.669.541,75	moeda corrente	R\$ 968,15	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.

12. Assim, entre dezembro de 2008 e dezembro de 2009, o FIP Multiner aportou R\$ 418,450 milhões e adquiriu ações de emissão da Multiner S.A. representativas de 20,03% do capital social da Companhia. As ações adquiridas eram preferenciais resgatáveis, que conferiam ao Fundo direito a receber remuneração composta pelo IGP-M + 9,5% ao ano de juros reais.

13. Considerando o montante aportado pelo FIP Multiner e o percentual do capital social por ele adquirido, conclui-se que o valor econômico atribuído à Companhia foi de R\$ 2,089 bilhões.

14. A Acusação questionou a Vitória S.A. sobre os elementos utilizados para justificar o *valuation* da Multiner S.A. Em resposta<sup>8</sup>, recebeu três documentos: (i) apresentação elaborada em 2008 pelo Morgan Stanley denominada “*Oportunidade de Financiamento*” (ii) laudo elaborado pela LD Consultoria que atribuiu valor de mercado de cerca de R\$ 2,77 bilhões à Multiner (pré-capitalização realizada pelo Fundo), com data base fevereiro de 2009; (iii) apresentação do Morgan Stanley, de fevereiro de 2010, com título “*Material para Discussão*” cujo objetivo era avaliar possível distribuição pública de ações da Multiner S.A. O material concluiu que o “*Valuation Pré-Money*” da Multiner S.A. deveria “*superar os R\$ 2,0 bilhões em um possível IPO, considerando somente os projetos com energia já vendida*”.

15. Em 20.05.2011, a Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda. (“*Deloitte*”) entregou laudo de avaliação da Multiner S.A., com data-base de 30.09.2010<sup>9</sup>, encomendado pela Vitória S.A. O referido laudo atribuiu à Companhia o valor de R\$

<sup>8</sup> Doc. SEI 0962755, Anexos I a III.

<sup>9</sup> Doc. SEI 0961300.



## 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

199,407 milhões - cerca de 7,4% do calculado anteriormente, que embasou os aportes realizados pelo Fundo ao longo de 2009. Segundo a Acusação, como não havia qualquer “*fato novo relevante sobre a empresa ou seu segmento econômico que justificasse tamanha diferença*” isso evidenciou que havia “*algo de errado no valor atribuído à companhia investida pelo FIP MULTINER quando do início do Fundo*”<sup>10</sup>.

16. Ainda, segundo a SIN, “*ficaram neste momento ainda mais evidentes as dificuldades enfrentadas pela Multiner S.A. em implementar seu plano de negócio inicial e a descoberta do real valor de suas ações, que por sua vez integravam a carteira do Fundo.*”<sup>11</sup>

17. Em novembro de 2011, a Vitória S.A. foi destituída pelos cotistas e a Planner passou a concentrar as funções de administradora e gestora.

18. Em março de 2012 foi iniciada uma reorganização societária da Multiner, com os seguintes objetivos: (i) alienar o controle da Companhia para o Grupo Bolognesi; (ii) manter o Fundo como sócio da Multiner; e (iii) a realização de novos aportes pelos seus acionistas na Companhia. Tal operação (“Reorganização”) foi disciplinada por contrato celebrado em 28.03.2012 entre o FIP Multiner, Bolognesi Partições S.A., Brasil Term Energia S.A.<sup>12</sup> (“Contrato de Reorganização”)<sup>13</sup> e aditado em 14.07.2014. (“Primeiro Aditivo”).

19. Sobre a Reorganização, a Acusação destaca que: (i) “*os controladores da Multiner S.A. decidiram vender 79,49% do capital social da Companhia para o Grupo Bolognesi. Tal venda alcançou R\$ 61.897.648,86, valor este que, tomado como base, atribuiu à Multiner S.A. o valor econômico de R\$ 77,869 milhões, ou seja, 3,73% do valor pago pelo FIP MULTINER quando do investimento inicial*”<sup>14</sup>; (ii) foi acordada a realização, pelo Fundo, do “*Primeiro Aporte de Recursos na Multiner*” no valor aproximado de R\$ 391 milhões<sup>15</sup> “*que elevou a participação do Fundo na companhia de 20% para 80% do*

<sup>10</sup> Doc. SEI 0958262, §13.

<sup>11</sup> Doc. SEI 0958262, §14.

<sup>12</sup> Ainda, como intervenientes anuentes, figuravam os seguintes cotistas do FIP Multiner: INSTITUTO DE SEGURIDADE SOCIAL DOS CORREIOS E TELÉGRAFOS – POSTALIS; FUNDAÇÃO PETROBRAS DE SEGURIDADE SOCIAL – PETROS; FUNDAÇÃO REDE FERROVIÁRIA DE SEGURIDADE SOCIAL – REFER; INSTITUTO INFRAERO DE SEGURIDADE SOCIAL – INFRAPREV; FUNDAÇÃO DE PREVIDÊNCIA DOS EMPREGADOS DA CEB – FACEB; FUNDAÇÃO DE PREVIDÊNCIA DA COMPANHIA DE SANEAMENTO AMBIENTAL DO DISTRITO FEDERAL – FUNDIÁGUA.

<sup>13</sup> Doc. SEI 0963292.

<sup>14</sup> Doc. SEI 0958262, §36.

<sup>15</sup> Cf. item 2.2.1.1 do Contrato de Reorganização (Doc. SEI 0963292).



## 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

seu capital social, atribuindo, na operação completa do primeiro aporte, um valor de aproximadamente R\$600 milhões à Multiner S.A.; (iii) o FIP Multiner adquiriu 80.836 ações preferenciais PNB (resgatáveis) da Companhia, pelo valor unitário de emissão de R\$ 1.380,00, representando 1,42% do seu capital social, assim, segundo a Acusação “(...) nessa ocasião, considerando que a saúde financeira da companhia já indicava que a opção de resgate das ações preferenciais não seria mais viável, o FIP Multiner pagou, conforme o texto do item 2.2.1.1 do Contrato de Reorganização (0963292), cerca de R\$ 111 milhões por uma participação adicional de 1,42% no capital social da companhia, o que, em teoria, partiria de atribuição de um valor de R\$ 7,8 bilhões à Multiner S.A.”; e (iv) por meio do Primeiro Aditivo, as ações resgatáveis do FIP Multiner foram convertidas em ações ordinárias, de modo que o Fundo renunciou ao direito de pedir a remuneração pelo IGP-M + 9,5% a.a.

20. Assim, em cumprimento ao contrato, em abril de 2012, foi iniciada uma nova fase de subscrição de cotas do FIP Multiner - da qual participaram os cotistas existentes e novos investidores do Fundo – e os recursos foram aportados na Companhia, mediante a aquisição de novas ações, conforme indicado na Tabela a seguir:

Data de subscrição e integralizaç.	Espécies de Ações			Valor de Aplicação	Forma Integralização	Valor unitário por ação	Documento	Período
	Preferencias Resgatáveis	Ordin	Prefer. ( Classe A e B)					
10/12/2008	7.472			R\$ 6.719.644,32	moeda corrente	R\$ 899,31	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
17/12/2008	7.479			R\$ 6.740.224,38	moeda corrente	R\$ 901,22	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
19/02/2009	83.478			R\$ 76.236.283,50	moeda corrente	R\$ 913,25	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
25/02/2009	2.733			R\$ 2.499.902,43	moeda corrente	R\$ 914,71	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
10/06/2009	5.284			R\$ 4.914.806,92	moeda corrente	R\$ 930,13	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
18/06/2009	33.813			R\$ 31.523.183,64	moeda corrente	R\$ 932,28	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
22/06/2009	70.797			R\$ 66.074.840,10	moeda corrente	R\$ 933,30	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
30/06/2009	20.076			R\$ 18.738.930,80	moeda corrente	R\$ 933,30	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
06/07/2009	11.624			R\$ 10.862.643,93	moeda corrente	R\$ 934,50	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
08/07/2009	9.513			R\$ 8.895.697,91	moeda corrente	R\$ 935,11	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
16/09/2009	3.170			R\$ 2.997.805,60	moeda corrente	R\$ 945,68	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
20/10/2009	83.478			R\$ 79.845.872,22	moeda corrente	R\$ 956,49	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
22/10/2009	2.298			R\$ 2.199.691,56	moeda corrente	R\$ 957,22	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
10/11/2009	40.154			R\$ 38.616.101,80	moeda corrente	R\$ 961,70	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
11/11/2009	2.113			R\$ 2.031.945,32	moeda corrente	R\$ 961,64	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
19/11/2009	35.593			R\$ 34.291.363,99	moeda corrente	R\$ 963,43	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
02/12/2009	26.545			R\$ 25.669.541,75	moeda corrente	R\$ 968,15	Bolet. de Subsc.	Anterior a Reorg.
11/04/2012		491.218		R\$ 39.764.097,10	moeda corrente	R\$ 80,95	Contr. de Reorg.	Reorg em diante
12/04/2012		744.112		R\$ 60.235.866,40	moeda corrente	R\$ 80,95	Contr. de Reorg.	Reorg em diante
28/05/2012		253.030	31.977	R\$ 64.637.579,41	moeda corrente	R\$ 80,95 e R\$ 1.380,83	Contr. de Reorg.	Reorg em diante
29/05/2012			16.551	R\$ 22.854.117,33	moeda corrente	R\$ 1.380,83	Contr. de Reorg.	Reorg em diante
18/07/2012			18.785	R\$ 25.938.891,55	moeda corrente	R\$ 1.380,83	Contr. de Reorg.	Reorg em diante
19/07/2012			748.943	R\$ 78.205.213,09	moeda corrente	R\$ 1.380,83 e R\$ 80,95	Contr. de Reorg.	Reorg em diante
20/08/2012			641.963	R\$ 51.966.904,85	moeda corrente	R\$ 80,95	Contr. de Reorg.	Reorg em diante
21/08/2012			593.368	R\$ 48.033.139,60	moeda corrente	R\$ 80,95	Contr. de Reorg.	Reorg em diante
28/12/2012	-445.620		445.620	sem financeiro	conv. de divida		Contr. de Reorg.	Reorg em diante
30/12/2013			630.672	sem financeiro	conv. de divida		Contr. de Reorg.	Reorg em diante
15/07/2014			571.405	R\$ 57.860.733,63	moeda corrente		Adit. ao Contr. Reorg.	Reorg em diante
22/05/2015		1.350.000	2.131.487	sem financeiro	conv. de divida		Adit. ao Contr. Reorg.	Reorg em diante
08/09/2015		950.000	1.012.784	sem financeiro	conv. de divida		Adit. ao Contr. Reorg.	Reorg em diante

21. Em atendimento ao Contrato de Reorganização, foram elaborados três laudos para avaliar os ativos da Multiner S.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

22. Primeiro, o “*Relatório de Avaliação Econômico-Financeira*”, de 19.10.2012, elaborado pela Deloitte, atribuiu valor econômico de R\$ 75,185 milhões à Multiner S.A. – sem considerar a prorrogação dos contratos PPA (“*Power Purchase Agreement*”) a que a empresa fazia jus – e em R\$ 194,003 milhões – considerando tal prorrogação.
23. Segundo, o “*Estudo de Valor do Portfólio Multiner e Ativos Bolognesi*”, de 05.11.2012, da Ernst & Young Terco Assessoria Empresarial Ltda. (“E&Y”), avaliou a Companhia em R\$ 103,124 milhões.
24. Terceiro, a Baker Tilly Brasil elaborou o “*Relatório de Avaliação Econômico-Financeira*”, de 26.11.2012, atribuindo à Multiner S.A. o valor de R\$ 241,756 milhões.
25. Tais laudos, segundo a Acusação, deixam clara a “*incompatibilidade flagrante [do valor inicial atribuído à Multiner] com as subseqüentes avaliações realizadas, em especial se levarmos em conta que nenhum fato ou circunstância novos foram trazidos pela PLANNER ou pela VITÓRIA ASSET em suas manifestações sobre o ocorrido naquele período que pudesse, por exemplo, justificar uma depreciação tão rápida e abrupta do valor da companhia investida. A se acreditar que se tratou de uma efetiva desvalorização, seria algo da ordem de 90% em apenas um ano e meio – ou seja, no mínimo um verdadeiro derretimento do valor justo da companhia investida.*”
26. Em 26.01.2016, a Vinci assumiu a gestão do Fundo em substituição à Planner, que continuou a atuar como administradora.
27. A pedido da Vinci, em setembro de 2016, a PricewaterhouseCoopers Corporate Finance & Recovery Ltda. (“PwC”) emitiu laudo de avaliação, com data-base 31.12.2015, por meio do qual atribuiu à Multiner S.A. o valor econômico de R\$ 414,972 milhões. Na sequência, a Vinci adotou providências para reprecificar a carteira do Fundo com base no referido laudo. Com isso, o valor de mercado das ações da Multiner S.A. em carteira passou de R\$ 1,265 bilhões, em 31.08.2016, para R\$ 299,781 milhões, em 30.09.2016.
28. Nesse sentido, a tabela abaixo indica o valor patrimonial da cota do FIP Multiner no período compreendido pela Acusação<sup>16</sup>:

---

<sup>16</sup> Cf. Termo de Acusação: Tabela 3– Valor da Cota do FIP MULTINER - 31.12.2008 a 30.09.2017.



## 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

Data	Valor Patrimonial da Cota (R\$)
31/12/2008	1.002.387,63
31/03/2009	1.015.835,79
30/06/2009	1.036.117,50
30/09/2009	1.055.123,61
31/12/2009	1.078.451,45
30/03/2010	1.129.882,55
30/06/2010	1.185.718,24
30/09/2010	1.236.884,62
31/12/2010	1.303.247,24
31/03/2011	1.362.763,25
30/06/2011	1.401.093,61
30/09/2011	1.445.558,07
31/12/2011	1.493.049,51
31/03/2012	1.534.493,08
30/06/2012	1.592.724,11
30/09/2012	1.652.017,83
31/12/2012	1.678.060,11
31/03/2013	1.715.083,60
30/06/2013	1.753.718,37
30/09/2013	1.525.434,99
31/12/2013	1.524.185,54
31/03/2014	1.522.581,06
30/06/2014	1.521.236,30
30/09/2014	1.519.997,86
31/12/2014	1.518.443,77
31/03/2015	1.517.368,81
30/06/2015	1.516.276,28
30/09/2015	1.515.224,08
31/12/2015	1.513.589,14
31/03/2016	1.512.515,02
30/06/2016	1.511.468,61
30/09/2016	356.966,08
31/12/2016	356.554,83
31/03/2017	357.498,53
30/06/2017	359.271,43
30/09/2017	357.986,41

Reprecificação  
realizada pela Vinci



29. Com base em tais fatos, foram feitas as imputações descritas a seguir.

### ***Prática de operação fraudulenta por Vitória S.A., Humberto Lima e José Augusto dos Santos***

30. Segundo a Acusação, a Vitória S.A., seu diretor responsável (Humberto Lima) e o controlador indireto da gestora (José Augusto dos Santos) teriam atuado de forma fraudulenta ao comandar os aportes realizados pelo FIP Multiner na Companhia, entre dezembro de 2008 e dezembro de 2009.

31. O cerne da fraude seria a utilização de avaliação manipulada de forma a refletir valor superior para basear os aportes realizados pelo Fundo na Companhia, já que, com isso, a participação adquirida foi inferior à que o FIP Multiner faria *jus* caso tivesse aportado a mesma quantia na Companhia, com precificação correta.

32. Como consequência, José Augusto dos Santos - que além de ser controlador indireto da Vitória Asset, era também um dos principais acionistas e presidente do



## 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

conselho de administração da Multiner S.A.<sup>17</sup> - teria sido amplamente beneficiado. Isso porque “*com os investimentos realizados pelos diversos fundos de pensão na companhia, via FIP MULTINER, baseados num valor superestimado em cerca de 10 vezes, todos esses investidores foram diluídos em uma razão equivalente a essa razão no investimento realizado em favor do principal acionista da companhia na época, o Sr. JOSÉ AUGUSTO FERREIRA DOS SANTOS. Assim, fato é que os acionistas da Multiner S/A foram, nessa oportunidade, descabidamente favorecidos ao reter participação muito maior na companhia a que fariam jus se tais investimentos tivessem sido realizados sob a atribuição de um valor econômico razoável (ou, ao menos, minimamente realista) da companhia investida.*”

33. Assim, a SIN solicitou a manifestação dos três acusados acerca da decisão de investimento do Fundo na Multiner S.A., incluindo sobre a avaliação das ações adquiridas.

34. Em sua resposta<sup>18</sup>, a Vitória S.A., afirmou que:

“1. Por ocasião da decisão de investimento na Multiner S.A., **a VITÓRIA realizou todos os estudos e análises necessários para ter segurança quanto ao valor, às perspectivas da companhia e à modalidade mais adequada para a implementação da operação ...**

2. Consequentemente, a decisão foi tomada no sentido de realizar o investimento por meio de ações resgatáveis, o que conferiria ao FIP e aos seus cotista grau de proteção extra. O investimento por meio de ações preferenciais resgatáveis, com valor de resgate previamente definido com base no seu preço de aquisição, corrigido monetariamente pelo IGP-M e acrescido de juros reais de 9,5% (nove virgula cinco por cento) ao ano, acabava por conferir ao investimento características próprias de investimento em renda fixa. Disto decorre que o FIP garantiria em seu favor a possibilidade de reaver o valor do seu investimento a partir de maio de 2013, sem perdas, caso o desempenho da companhia não se revelasse satisfatório.

3. **Estudo realizado pelo Morgan Stanley em 2008**, instituição internacional de primeira linha, a pedido de Multiner S.A, confirmou as conclusões da Vitória Asset e apontou excelentes perspectivas para a companhia, se atendidas as suas necessidades de caixa que, naquele momento, equivaliam a, aproximadamente R\$400 milhões (Anexo I).

4. **Em fevereiro de 2009, ou seja, logo após os primeiros investimentos feitos pelo FIP Multiner S.A., a LD Consultoria S/C Ltda. (“LD Consultoria”) elaborou um Laudo de Avaliação com o objetivo de avaliar o valor da participação acionária da Multiner S.A.** (Anexo II). Neste Laudo, a LD Consultoria confirmou que a Multiner S.A. possuía valor de mercado de aproximadamente **R\$2,7 bilhões** e atestou que a companhia seguia as melhores práticas de governança corporativa e possuía uma equipe de executivos com grande

---

<sup>17</sup> Cf. consta da Acusação: “(...) antes do aporte realizado pelo FIP MULTINER, a Multiner S.A. possuía como um dos principais sócios o Sr. JOSÉ AUGUSTO FERREIRA DOS SANTOS, que detinha 44,9% de participação na sociedade, conforme exposto no item 2.2 do laudo emitido pela LD Consultoria (0968147), e que ocupava o cargo de Presidente do Conselho da companhia. É preciso dizer também que o Sr. JOSÉ AUGUSTO FERREIRA DOS SANTOS ocupava o cargo de Presidente do Banco BVA que, por sua vez, controlava, de forma indireta, a VITÓRIA ASSET, conforme pode ser verificado nas atas de reuniões da gestora apresentadas nos autos do presente processo administrativo sancionador (0968160 e 0968163).”

<sup>18</sup> Doc. SEI 0967919.



## 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

experiência nos setores elétrico financeiro, capazes de manter a excelência na prospecção e desenvolvimento de novos empreendimentos.” (grifei)

35. Contudo, no entendimento da SIN, a Vitória S.A. não foi capaz de apresentar qualquer documento que suportasse suas conclusões a respeito da avaliação da Multiner S.A. no momento da tomada de decisão de investimento.

36. Com relação ao estudo elaborado pelo Morgan Stanley, destaca-se que ele (i) não tinha como objeto a avaliação da Companhia e (ii) *“foi preparado com base em informações fornecidas pela própria Multiner S.A., que não foram verificadas ou analisadas pela autora do estudo”*. Ou seja, o documento em nada contribuiu para justificar o valor atribuído pela Vitória S.A. à investida.

37. Com relação ao estudo elaborado pela LD Consultoria, destaca-se que ele é datado de fevereiro de 2009 - data posterior ao início da distribuição das cotas do Fundo e à avaliação da Companhia que serviu como base para a primeira rodada de investimentos. Logo, ele não poderia ter servido como base para a tomada de decisão pela Vitória S.A.

38. Além disso, segundo a Acusação, o laudo elaborado pela LD consultoria apresentava diversas fragilidades. A primeira seria justamente o fato de que foi elaborado com base em informações fornecidas pela própria Multiner, sem qualquer verificação independente<sup>19</sup>. As demais foram apontadas em estudo elaborado pela FGV, contratado pela INFRAPREV, uma das cotistas do FIP Multiner, conforme se percebe no trecho a seguir:

- “1. A FGV considerou que a premissa de incluir a precificação de projetos que não possuíam PPA no laudo não se alinha com as boas técnicas de finanças corporativas, por considerar fluxos futuros de empreendimentos com elevadíssimos graus de incertezas;
2. No laudo da LD Consultoria, segundo a FGV, não foi apresentado de forma completa o Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE) Projetado, pois as análises se encerravam no Resultado da Atividade (EBIT), ou seja, antes da despesa e receita financeira e de imposto de renda. O laudo apresenta apenas o resultado líquido projetado sem explicitar o montante de despesas financeiras e do imposto de renda e contribuição social considerado;
3. Segundo a FGV, as projeções foram desenvolvidas em R\$ nominais, porém a Taxa de Desconto utilizada está em US\$ (dólares norte-americanos), o que significa que não foi realizada a conversão da taxa em dólares para reais. Caso fosse realizada tal conversão (como é correto), a taxa de desconto do fluxo de caixa seria elevada e, conseqüentemente, o Valor Líquido de todos os projetos seria menor;
4. De acordo com o estudo da FGV, para o cálculo do “beta alavancado”, foi considerado um fator de alavancagem extremamente baixo (de 0,59 considerado pela LD Consultoria como a estrutura de capital da companhia a valor de mercado), que foge inteiramente dos padrões do setor bem como dos níveis de razoabilidade em termos de estrutura de projetos para uma empresa com tamanha alavancagem, haja vista que para todos os projetos o Laudo da LD

<sup>19</sup> Doc. SEI 0968147.



## 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

Consultoria considera que 75% dos investimentos serão financiados com capital de terceiros (BNDES);

5. No entendimento da FGV, o fator de alavancagem deveria considerar a alíquota de IR+CSLL da ordem de 15,25%, ao invés de 34% como apresentado. Tal diferença se deve a redução de 75% do IR por conta de os projetos estarem localizados na área da SUDENE. ”

39. Assim, realizados os ajustes indicados pela FGV em seu estudo, mantendo todas as demais premissas constantes do laudo da LD Consultoria, chegar-se-ia a um valor justo de R\$ R\$ 881,9 milhões para a Companhia.

40. Por fim, a Acusação indica que os todos os laudos posteriores, elaborados por outras consultorias (i.e. Deloitte, E&Y, Baker Tilly e PWC) apresentaram valores para a Companhia muito inferiores àquele constante do laudo da LD Consultoria, sem que houvesse qualquer evento que justificasse tamanha diferença.

41. Diante disso, a SIN concluiu que: *“a VITÓRIA ASSET, sem qualquer embasamento técnico que justificasse o emprego das diligências necessárias na seleção do ativo investido pelo FIP MULTINER e na análise dos elevados riscos envolvidos no negócio, uma vez que se tratavam de projetos de geração de energia ainda não implementados, adquiriu para o Fundo, entre dezembro de 2008 e dezembro de 2009, participação em companhia da qual o seu controlador indireto, JOSÉ AUGUSTO FERREIRA DOS SANTOS, participava com aproximadamente 45% do capital. Pouco mais tarde, com a emissão do laudo de avaliação da Deloitte (0961300), com data-base de 30/9/2010, comprovou-se que os valores praticados na aquisição pelo Fundo da participação na Multiner S.A. foram superavaliados em aproximadamente dez vezes, se tomarmos como base o valor apresentado pela Deloitte. ”*

42. Tal investimento também teria violado o artigo 36 da então vigente Instrução CVM nº 391/2003<sup>20</sup>. Segundo o dispositivo, os FIP não poderiam investir em valores mobiliários emitidos por companhias nas quais o gestor do fundo ou pessoas a este ligadas

---

<sup>20</sup> Confira-se a redação do dispositivo então vigente: “Art. 36. Salvo aprovação da maioria dos cotistas reunidos em assembleia geral, é vedada a aplicação de recursos do fundo em títulos e valores mobiliários de companhias nas quais participem:

I – o administrador, o gestor, os membros de comitês ou conselhos criados pelo fundo e cotistas titulares de cotas representativas de 5% (cinco por cento) do patrimônio do fundo, seus sócios e respectivos cônjuges, individualmente ou em conjunto, com porcentagem superior a 10% (dez por cento) do capital social votante ou total;

II – quaisquer das pessoas mencionadas no inciso anterior que:

a) estejam envolvidas, direta ou indiretamente, na estruturação financeira da operação de emissão de valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo, inclusive na condição de agente de colocação, coordenação ou garantidor da emissão; ou

b) façam parte de conselhos de administração, consultivo ou fiscal da companhia emissora dos valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo, antes do primeiro investimento por parte do fundo.”



## 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

tiverem participação (antes do primeiro investimento do fundo), salvo aprovação pelos cotistas em assembleia geral - que não ocorreu no caso do FIP Multiner.

43. Com base em tais elementos, a Acusação entende que estariam presentes os três elementos caracterizadores de fraude na atuação do Vitória S.A., a saber: (i) utilização de artilo ou artifício, (ii) destinado a induzir ou manter terceiros em erro, (iii) com a finalidade de obter vantagem econômica ilícita para si ou para outrem. Isso porque, em síntese, a sobreavaliação da Multiner S.A. teria sido o artifício utilizado para manter os cotistas do FIP Multiner em erro e, com isso, beneficiar os acionistas originais da Multiner, dentre eles José Augusto dos Santos.

44. Nessa linha, sobre o envolvimento de José Augusto dos Santos na fraude, a Acusação destaca que ele *“utilizou-se da estrutura do FIP MULTINER, por meio de sua gestora, a VITORIA ASSET, que era controlada pelo Banco BVA, comandado por ele, para adquirir participação na Multiner S.A, sociedade da qual era um dos principais acionistas, em situação de claro conflito de interesses, sem que previamente houvesse sido realizado qualquer estudo que pudesse justificar a decisão de investimento e tampouco o alto valor pago na participação da companhia, em evidente desrespeito ao art. 36 da Instrução CVM nº 391/2013”*.

45. Com relação à Humberto Lima, diretor responsável da Vitória S.A. na época dos fatos, a SIN entende que, apesar de ele alegar que não participou da decisão de investimento e do *valuation* da Multiner, mas apenas da distribuição das cotas, o *“papel do gestor de um fundo de investimento é justamente o de selecionar e avaliar os riscos e retorno do investimento a ser realizado. Não se pode admitir que o gestor, ou mais especificamente o seu Diretor Responsável, argumente pela ausência de responsabilidade em qualquer investimento efetivado durante o período de sua gestão, especialmente com alegações de que a decisão teria sido ‘mapeada’ anteriormente ou que ‘o regulamento registrado na CVM autorizou a distribuição de cotas, nos valores lá elencados’. Enfim, cabe justamente ao gestor cabe a decisão e responsabilidade de selecionar e tomar a decisão dos investimentos a serem realizados por um fundo de investimento, não podendo, de forma alguma se eximir de tal responsabilidade.”*

46. Assim, Vitória S.A., José Augusto dos Santos e Humberto Lima foram acusados pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, conforme definida na letra “c” do item II da ICVM 8 e vedada pelo item I da norma.



## 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

### *Imputações em face de Planner, Carlos Arnaldo de Souza e José Augusto dos Santos*

47. A Planner - que foi administradora do FIP Multiner durante todo o período contemplado pela Acusação e gestora de novembro de 2011 e janeiro de 2016 - bem como seus diretores responsáveis, Carlos Arnaldo de Souza<sup>21</sup> e Eduardo Montalban (de 02.12.2013 a 05.09.2016), são acusados: (i) de não terem mantido, em perfeita ordem, a documentação relativa às operações do Fundo e (ii) da prática de operação fraudulenta.

48. Com relação à primeira imputação, a SIN destaca que, a Planner não foi capaz de apresentar qualquer documento que embasasse a decisão de investimento do Fundo na Multiner, tampouco o *valuation* utilizado.

49. A SFI, quando solicitou informações à Planner informações sobre a precificação das ações da Multiner S.A., recebeu como resposta um arquivo digital denominado “*Modelo Avaliacao VITÓRIA.xls*”, que teria sido elaborado pela Vitória S.A. Tal arquivo continha uma série de planilhas referentes a projetos do portfólio da Multiner S.A. e, segundo a Planner “*considerando os projetos com PPAs assinados e sem assinatura. O valor dos ativos, considerando-se apenas os contratos celebrados, equivalia a R\$ 2.039.200.000,00 (dois bilhões, trinta e nove mil e duzentos reais), sendo certo que o investimento do Fundo representava 20,51% (vinte inteiros e cinquenta e um centésimos por cento) dessa avaliação, portanto, aproximadamente, R\$418.000.000,00 (quatrocentos e dezoito milhões).*”

50. Contudo, após novos questionamentos da SFI sobre a fonte do referido relatório em sede de reunião presencial, os representantes da Planner afirmaram que não tinham conseguido localizar qualquer prova que o relatório tivesse realmente sido elaborado pela gestora e utilizado como base para a tomada de decisão sobre o investimento na Multiner S.A. Ou seja, a Planner não possuía qualquer documento formal para suportar a decisão de investimento tomada pela gestora.

51. Posteriormente, ao responder ofício da SIN de 24.01.2018 com questionamento sobre a não apresentação da documentação durante a fase de inspeção conduzida pela SFI, a Planner afirmou seria irrazoável exigir que ela guardasse a documentação por prazo indeterminado, superior a cinco anos.

52. Assim, segundo a SIN “*não possuir qualquer evidência documental que vincule formalmente os cálculos contidos nas planilhas que, segundo a administradora,*

---

<sup>21</sup> Entre 2008 e 02.12.2013.



## 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

*fundamentaram a decisão de investimento inicial do FIP MULTINER, resta claro que a PLANNER não manteve atualizada e em perfeita ordem a guarda da documentação relativa às operações do Fundo. ”*

53. No tocante à segunda imputação – i.e. prática de operação fraudulenta - a Acusação afirma que a Planner permitiu que o investimento inicial do Fundo na Multiner fosse realizado sem qualquer tipo de suporte e não adotou qualquer providência para reprecificar as cotas do Fundo, apesar da existência de diversos laudos<sup>22</sup> que indicavam que a avaliação inicial estava nitidamente equivocada. A reprecificação só ocorreu em setembro de 2016, em virtude de medidas tomadas pela Vinci.

54. Ainda, como gestora, a Planner teria permitido que novos investimentos fossem realizados de forma flagrantemente desvantajosa para os cotistas.

55. Segundo a SIN, a adequada precificação das cotas seria responsabilidade da Planner como administradora. Logo, *“ao tomar conhecimento de que o valor das ações da Multiner S.A. diferia tão substancialmente do preço de aquisição, a administradora, em cumprimento com seu dever de diligência para com os cotistas do Fundo e em típico exercício de imparidade deveria ter providenciado a contratação de novo laudo de avaliação que permitisse a reavaliação do principal ativo do FIP MULTINER ou, pelo menos, realizado naquele momento algum provisionamento para perdas. Ainda mais, ciente de que novos investimentos vinham sendo feitos no Fundo e que relevantes transferências de riqueza ocorreriam nessas circunstâncias. ”*

56. Ademais, mesmo que a avaliação inicial fosse considerada *“minimamente consistente”*, a Planner teria prejudicado os cotistas que subscreveram cotas do FIP Multiner após a divulgação do laudo da Deloitte, em junho de 2011<sup>23</sup>, que avaliou a Companhia em R\$ 194 milhões.

57. Com relação à reorganização societária ocorrida em 2014, quando a Planner já atuava como gestora, a Acusação destaca que a acusada não agiu da melhor forma perante seus cotistas. Isso porque a Planner decidiu não exercer o resgate das ações preferenciais detidas pelo Fundo, manter a participação do FIP Multiner na Companhia e assumir um compromisso de investimento adicional e, posteriormente, quando assinou o Primeiro

---

<sup>22</sup> Laudos de 20.05.2011 (Doc. SEI 0961300) e em 19.10.2012 (Doc. SEI 0961510) pela Deloitte, em 05.11.2012 (Doc. SEI 0961618), pela E&Y, e em 26.11.2012 (Doc. SEI 0961621) pela Baker Tilly Brasil.

<sup>23</sup> Cf. Tabela 2 do item 27 do Termo de Acusação, metade das cotas do Fundo foi distribuída após 01.06.2011.



## 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

Aditivo abriu mão do direito de resgate das ações. Ademais, tudo teria ocorrido sem a realização de novos estudos para avaliar a Multiner.

58. Assim, de acordo com a Acusação: “[t]odo esse processo decisório ocorrido em 2014 (...) foi realizado pela PLANNER, já na qualidade também de gestora do FIP MULTINER, com base em uma mera planilha informal, encontrada incidentalmente no computador de um diretor da instituição após requisitado, e sem suporte ou reforço de qualquer, laudo, estudo, análise ou mesmo documento formal que a subsidiasse. Ainda, tais decisões, como relatado, representaram na prática uma renúncia de direitos econômicos do fundo gerido, não ofereciam vantagens quaisquer ao fundo ou aos seus investidores e ainda impuseram a obrigação de aporte adicionais em uma companhia que valia muito menos do que se atribuía a ela. De novo, um nível surpreendente de negligência e desprezo pelos interesses dos investidores do fundo.”

59. A ausência de reprecificação das cotas teria permitido que a Planner recebesse taxas de administração muito superiores às que faria *jus*. Isso porque, a taxa era cobrada com base em um percentual do patrimônio líquido do Fundo, que estava artificialmente elevado em virtude do equívoco na precificação das ações da Multiner.

60. Por essas razões, estariam presentes os elementos caracterizadores de operação fraudulenta.

61. A permissão do investimento inicial sem qualquer tipo de suporte, bem como manutenção da precificação equivocada das cotas do Fundo configurariam artifícios destinados a manter os investidores em erro, em benefício dos acionistas originais da Multiner S.A. e dos prestadores de serviço do Fundo, que auferiam altas taxas de administração em decorrência de tal equívoco.

62. Com relação à responsabilidade dos diretores responsáveis, a Acusação entende que “[t]endo em vista que as infrações cometidas são decorrentes de ato de natureza institucional da PLANNER, conclui-se que seus diretores responsáveis pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, por dever de ofício e por suas inerentes atribuições na administração do FIP MULTINER, participaram e tinham conhecimento desses 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

### 63. **Manifestação da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”)**

64. O Termo de Acusação foi analisado pela PFE<sup>24</sup> que, em 11.05.2020, entendeu que a peça acusatória atendia os requisitos previstos nos artigos 5º, 6º, 10 e 13 da então vigente Instrução CVM nº 607/2019.

### IV. **Defesas**

65. Os acusados foram regularmente intimados e apresentaram suas defesas tempestivamente.

#### *Razões de defesa de Planner S.A., Carlos Arnaldo de Souza e Eduardo Montalban*

66. Com relação à acusação de violação ao artigo art. 14, inciso I, “f”, da ICVM 391, os acusados alegam, preliminarmente, que teria havido prescrição da pretensão punitiva da CVM. No mérito, afirmam que a Planner sempre manteve em perfeita ordem a documentação à qual teve acesso, disponibilizou tudo que possuía à CVM, e que a exigência da guarda de documentos por período superior a cinco anos seria ilegal.

67. No tocante à prescrição, os acusados destacam que os documentos solicitados pela SIN – i.e. aqueles que fundamentaram a decisão de investimento do Fundo na Multiner - seriam anteriores a dezembro de 2008, quando foram iniciados os aportes na Companhia. Contudo, o primeiro ato de apuração praticado pela CVM em relação aos fatos teria ocorrido em 2016, após o transcurso do prazo de cinco anos previsto no art. 1º da Lei nº 9.873/1999.

68. Destacam, ainda que “a acusação a respeito da qual os Defendentes ora afirmam que ocorreu a prescrição da pretensão punitiva é a de violação da obrigação de guarda de documentos, que, sem a menor dúvida, não caracteriza crime nos termos da Lei penal brasileira.” Ou seja, não seria aplicável o prazo prescricional previsto na lei penal.

69. No mérito, alegam, em síntese, que:

- (i) A Planner assumiu a administração do FIP Multiner em novembro de 2008, após a decisão de investimento na Multiner ter sido tomada. Ou seja, não participou do processo decisório;
- (ii) “[t]odos os documentos recebidos e mantidos em arquivo pela Planner e solicitados pela CVM foram devidamente disponibilizados, na mais absoluta boa-fé, à autarquia. Apesar de não estar obrigada a tanto (conforme acima detalhado),

---

<sup>24</sup> Doc. SEI 1287789.



## 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 Planner revirou todos os seus arquivos para evitar que qualquer documento relativo à decisão de investir na Multiner S.A. que ela tenha recebido deixasse de ser disponibilizado à CVM”;*

- (iii) *“[s]e, analisando os documentos apresentados, a SIN entendeu que eles eram insuficientes para a tomada de decisão de investir na Multiner S.A., deveria a área técnica ter direcionado sua pretensão acusatória àqueles que, de fato, participaram da estruturação do Fundo e da decisão de investir na Companhia. ”* Nessa linha, a Planner não poderia ser responsabilizada por não guardar documentos que sequer existiam;
- (iv) Não seria possível, sob o prisma da legalidade, que a CVM exigisse a guarda de documentos por prazo superior a 5 anos, pois *“ao dispor que os documentos devem ser ‘mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos’, o art. 9º, I, da Lei nº 6.385/1976 expressa um comando claramente dirigido aos participantes do mercado, para que estes tenham a segurança de que, transcorrido o mencionado prazo, nada mais lhes poderá ser exigido”;* e
- (v) Por fim, destacam que Eduardo Montalban não poderia ser responsabilizado pela não apresentação dos documentos, uma vez que passou a ser diretor responsável da Planner apenas em 02.12.2013.

70. Com relação à imputação de prática de operação fraudulenta, os acusados alegam, em resumo, que todas as decisões referentes ao investimento do Fundo na Multiner tinham sido tomadas com ampla participação dos cotistas, os quais tinham todas as informações sobre a Companhia, bem como sobre o possível equívoco na avaliação das ações em carteira e, conseqüentemente, do patrimônio líquido do fundo.

71. Sendo assim, não seria possível afirmar que a Planner tinha utilizado qualquer artifício para manter terceiros em erro, tampouco que teria obtido vantagens ilícitas por meio das taxas de administração.

72. Sobre tais alegações, merecem destaque os seguintes pontos da defesa:

- (i) *“a decisão de onde investir os recursos do FIP Multiner já havia sido tomada antes de a Planner ter assumido sua administração, de forma conjunta entre Oliveira Trust (responsável pela constituição do Fundo), a Vitória Asset e investidores institucionais (entidades fechadas de previdência complementar – EFPCs) que, desde antes da constituição do Fundo, já demonstravam interesse em investir na*



## 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

*Multiner S.A.”;*

- (ii) “[a] *Planner foi apenas contratada para administrar um Fundo cujo objetivo já se encontrava muito bem sedimentado quando a Defendente assumiu essa função, não cabendo a ela alterar qualquer decisão nesse sentido*”;
- (iii) “*os cotistas do FIP Multiner eram investidores profissionais (EFPCs ou veículos utilizados por EFPCs), possuindo perfeitas condições de analisar os riscos inerentes e optar, ou não, pela realização do investimento em questão, de acordo com as análises por cada um conduzidas*”;
- (iv) A Reorganização foi amplamente negociada pelos cotistas e decorreu de uma estratégia por eles concebida para enfrentar as dificuldades financeiras enfrentadas pela Companhia. Ou seja, o que consta no Contrato de Reorganização e no Primeiro Aditivo não foi decidido pela Planner. Assim, a descrição do histórico da operação “*permite desfazer essa interpretação equivocada da SIN sobre os fatos, demonstrando que as decisões relativas ao FIP Multiner eram sempre tomadas por seus cotistas após muita reflexão e análise de cenários*”;
- (v) “[a] *concentração do poder decisório foi uma opção dos cotistas que deliberadamente criou restrições à atuação da Planner e demais prestadores de serviços do Fundo. Toda a governança do FIP Multiner foi estruturada de forma que os direitos relativos aos investimentos do Fundo fossem exercidos pelos cotistas, cabendo à Planner apenas respeitar a vontade deles, todos investidores profissionais e totalmente conscientes da melhor maneira de gerir e acompanhar seus investimentos.* ”
- (vi) Diante da estrutura do fundo e do histórico de tomada de decisões com ampla participação dos cotistas, não seria possível falar em ardil destinado a enganar terceiros. Assim, “*a longa lista de ardis apresentada pela acusação consiste basicamente em um resumo dos fatos tratados no Termo de Acusação, sem qualquer indicação das razões pelas quais a SIN entende que tais acontecimentos poderiam ser considerados ‘trapaças’ e, principalmente, qual seria o nexo de causalidade entre os fatos e o suposto induzimento dos cotistas do FIP em erro*”;
- (vii) “*os cotistas não apenas tinham total conhecimento sobre todas as operações realizadas pelo FIP Multiner, como eram eles próprios que tomavam todas as*



## 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

*decisões no âmbito do Fundo”;*

- (viii) Os próprios cotistas entenderam que a reprecificação das cotas do Fundo não deveria ter ocorrido em momento anterior ao que foi realizada. Isto é: *“a manutenção da avaliação das ações da Multiner S.A. com base em seu preço de aquisição era uma opção dos próprios cotistas, dentre outros motivos, em razão da operação de reorganização da Companhia em curso entre os anos de 2012 e 2016 (ano da reprecificação)”;*
- (ix) *“como todas as obrigações da reestruturação da Multiner S.A. foram meticulosamente definidas a partir de modelagem financeira que considerou determinado valor atribuído à Companhia e às cotas do Fundo, a modificação de tais valores durante esse procedimento prejudicaria parte dos envolvidos na operação, enquanto outros perceberiam benefício particular indevido.”*
- (x) Por todas essas razões, os cotistas estariam, também, cientes e concordavam com a taxa de administração paga à Planner. Sobre o tema, os acusados também destacaram que: *“03.10.2013, o Regulamento do Fundo foi alterado para instituir um limite máximo (cap) sobre o valor do patrimônio líquido do FIP Multiner para fins de cálculo da remuneração da administradora”;* *“em 26.01.2016, o Regulamento do FIP Multiner foi novamente alterado, dessa vez para reduzir o percentual incidente sobre o patrimônio líquido do FIP Multiner para fins de cobrança da taxa de administração”;* e que haveria diversas falhas no cálculo elaborado pela SIN no Termo de Acusação.

73. Em conjunto com suas alegações, os Acusados apresentaram diversos documentos, dentre os quais: atas de assembleias gerais de cotistas do FIP Multiner, depoimentos, relatórios e pareceres.

74. Ao final, os Acusados protestaram pela *“produção de todas as provas admitidas em Direito, em especial a documental, pericial e testemunhal”*, pleitearam o reconhecimento da preliminar de prescrição e, no mérito, a absolvição dos Acusados.

### ***Razões de Defesa de José Augusto dos Santos***

75. O Acusado alega, preliminarmente: (i) nulidade da acusação por ausência de tipicidade da conduta, em virtude da não comprovação de dolo por parte de José Augusto dos Santos, o que seria essencial para a existência de fraude; (ii) que não seria possível punir pessoa física *“com base em responsabilidade objetiva ou com respaldo na teoria*



## 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 culpa in vigilando ou in eligendo” e que não haveria comprovação de dolo ou culpa do acusado; (iii) a existência de prescrição.*

76. Com relação ao item ‘i’, o acusado alega *“não ser possível deduzir que a simples condição de acionista e membro do conselho da Multiner S.A, bem como membro do conselho do Banco BVA, que controlava a VITÓRIA ASSET, gestora do FIP MULTINER enseje hipótese de responsabilização objetiva, de sorte que necessariamente deve ser comprovada a configuração do dolo na conduta do agente” e, como consequência “a conduta imputada não é típica, pois não se constata elemento essencial para a sua tipificação: o dolo. E atípica a infração, não pode admitir qualquer sanção.”*

77. Com relação, ao item, ‘ii’, afirma que, *“para se punir a pessoa física no âmbito da Autarquia, deve-se expressamente comprovar (i) que quis o resultado, assumiu o risco de produzi-lo ou devia e podia agir para impedir o resultado; ou ainda (ii) que deu causa ao resultado por imprudência, negligência ou imperícia”*. Contudo, no presente caso, isso não teria ocorrido, pois a *“responsabilidade foi imputada de forma genérica, com respaldo em meras suposições que indicariam ter o acusado participado e se beneficiado diretamente de eventual sobreavaliação de ativos na aquisição inicial da Multiner S.A pelo FIP Multiner”*.

78. Com relação ao item ‘iii’, alega que, tendo em vista a atipicidade da conduta pela inexistência de dolo inexistiria *“qualquer conduta criminosa a ser imputada ao acusado”*. Sendo assim, estaria afastado o indício de crime e *“a regra da prescrição é de fato a contida no artigo 1º caput, da lei 9.873/99, estando o presente processo prescrito desde janeiro/2015.”*

79. Quanto ao mérito do PAS, o Acusado alega que:

- (i) *“no presente caso a Autarquia em nenhum momento produziu provas concretas de que houve qualquer benefício econômico ou a atuação efetiva no sentido de obter vantagem através de fraude, ônus que claramente a ela incumbiria, inclusive nos termos do artigo 36 da Lei 9.784/99”;*
- (ii) *A Acusação “[1]imitou-se, portanto, a inferir que um suposto conflito de interesses e sobreavaliação de ativos teriam caracterizado operação fraudulenta, sem provar a existência de conduta dolosa, indispensável para a tipificação (...);”*
- (iii) *“(i) se o laudo da avaliação de ativos foi realizado por uma consultoria contratada pelas grandes empresas Petros e Postalis, não há como se falar em artifício*



## 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

*ardiloso por parte do acusado, até porque a avaliação não foi por ele realizada, tendo se lastreada em laudo técnico; (ii) se não foi o acusado que realizou a avaliação dos ativos, que foi realizada auditoria a pedido de terceiros, não existe a menor chance de pessoalmente ter induzido alguém a erro; e (iii) não se comprovou em nenhum momento a intenção de obtenção de qualquer vantagem ilícita, não tendo provado o animus do acusado nesse sentido”;*

- (iv) *“o acusado era apenas acionista indireto da Multiner S.A, na qualidade de acionista da Cia. 44 (que por sua vez possuía apenas 35,05% das ações da Multiner - pgs. 3676), sendo que a Multiner era administrada por um Conselho de Administração e por uma Diretoria eleita por esse Conselho (artigo 12 – pgs. 3702), fatos que claramente demonstram que o Defendente sob nenhuma hipótese poderia tomar decisões de forma individualizada, dependendo da aprovação de todo o colegiado”;*
- (v) *O investimento realizado na Multiner contou com estudo elaborado pelo Morgan Stanley e foi realizado por meio de ações resgatáveis, de modo que, “se o FIP não mais quisesse manter a titularidade sobre as ações da Multiner S.A, poderia exigir o resgate pelo preço de emissão, corrigido pela variação do IGP-M e acrescido de juros reais equivalentes de 9,5% ao ano, situação que indica investimento com características típicas de renda fixa, claramente um ótimo investimento, pois além das perspectivas de grande desenvolvimento do mercado energético brasileiro à época, a natureza resgatável das ações preferenciais garantia elevado nível de segurança no investimento, propenso a garantir o aumento de capital, situações que claramente afastam a existência de qualquer prejuízo aos investidores ou intenção de obtenção de vantagem”;*
- (vi) *o Laudo da LD Consultoria também endossava que a Multiner era formada por uma equipe de executivos experientes, o segmento de energia estava em plena expansão, o plano de negócios da Companhia estava totalmente alinhado com o cenário do setor elétrico e tudo isso “justificou o valor de mercado atribuído à época, de aproximadamente R\$2,7 bilhões, não sendo nenhum absurdo o valor avaliado por empresa dotada de capacidade técnica e, principalmente, em decorrência do propício cenário narrado, o que descaracteriza a existência de sobreavaliação”;*
- (vii) *o laudo elaborado pela Deloitte em 2011 indicava que um dos principais fatores que reduzia o valor da Companhia era “a dívida que a Multiner detinha com o FIP, em*



## 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

*virtude da natureza resgatável de suas ações preferenciais, que corrigido pelo IGP-M + 9,5%a.a. chegava naquela oportunidade a R\$558,4 milhões (conforme descrito às fls. 42 do Relatório de Avaliação da Deloitte), ou seja, o valor total da companhia seria de aproximadamente R\$760 milhões, chancelando que a modalidade do investimento realizado pelo FIP acabava por lhe funcionar como uma espécie de hedge contra a eventual desvalorização da própria Companhia”;*

- (viii) O acusado não teria se beneficiado em detrimento dos cotistas pois “*não houve desvalorização da empresa e sim uma considerável perda para os antigos acionistas, que em maio/2011 foram obrigados a vender sua participação acionária por valor ínfimo e retirar-se da sociedade, arcando com todos os prejuízos e blindando o FIP de qualquer perda, assim como os novos acionistas da Multiner”;*
- (ix) A CVM não teria como provar a ocorrência de sobreavaliação da Multiner, pois o período entre o primeiro investimento e os laudos subsequentes seria relevante e, por isso, “*não se pode precisar os motivos pelos quais o valor da Multiner S.A. sofreu uma desvalorização, sendo possível aventar ter experimentado eventuais dificuldades no desenvolvimento das atividades enfrentadas especificamente pela própria companhia ou até mesmo a mudança de rumo na situação econômica do país. De qualquer sorte, fato é que em 3 anos (2008 a 2011) muita coisa se altera no cenário político-econômico do país”;* e
- (x) Por fim, alega que “*as análises de ativo, os Laudos de Avaliação foram realizados por empresas mundialmente renomadas, que possuem total autonomia para elaborarem seus pareceres. Assim, se houve sobreavaliação ou subavaliação, a responsabilidade é dessas empresas de consultoria, não do acusado, que apenas se respaldou no exposto pelas empresas contratadas para tal finalidade.*”

80. Com base no exposto, o acusado pleiteia o reconhecimento das três preliminares alegadas e, subsidiariamente, a sua absolvição no mérito.

### ***Razões de defesa da Vitória S.A.***

81. Os argumentos apresentados pela Vitória S.A. são os mesmos trazidos por José Augusto dos Santos e resumidos acima. A única exceção é a segunda preliminar, no item



## 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

77 que é trazida apenas pela pessoa física.

82. Sendo assim, por brevidade, faço referência aos itens aos itens 75 a 80.

### ***Razões de Defesa de Humberto Lima***

83. Em sede preliminar Humberto Lima alega (i) violação à regra do artigo 6º, III da então vigente ICVM 607, pela inexistência de autoria do defendente com relação à infração e; e (ii) prescrição da pretensão punitiva da CVM.

84. Com relação à ausência de autoria, Humberto Lima alega que assumiu o cargo de diretor responsável da Vitória S.A. apenas em 18.02.2009, após a decisão de investimento na Multiner ter sido tomada. Ou seja, não seria possível atribuir ao acusado qualquer responsabilidade pela operação. Nessa linha, entende que a Acusação deveria ter recaído sobre J.C., seu antecessor como diretor responsável na Vitória S.A., pois este seria o efetivo responsável pela gestora no momento de estruturação do Fundo e avaliação da Companhia investida.

85. Assim, segundo Humberto Lima *“coube ao Defendente cumprir determinação que já havia sido tomada antes de seu ingresso como Diretor Responsável e não seria exigível a ele, enquanto executivo da Vitória Asset, assumir, a priori, uma postura de desconfiança frente ao trabalho já realizado, notadamente por seu predecessor, tampouco iniciar uma auditoria, quando a documentação então disponível apontava para a existência de atos regulares de gestão”*. E, por isso, *“[s]e houve (i) ardid ou artifício; (ii) indução ou manutenção de terceiros em erro; e (iii) intenção de obter vantagem ilícita para si ou terceiros ao conceber a modelagem da operação do FIP Multiner que teve como ponto central o valuation da Multiner, tal maquinação se aperfeiçoou antes do advento do Defendente na questão, por um núcleo de imputação do qual não participou.”*

86. Sobre a prescrição da prescrição punitiva da CVM, afirma que teria ocorrido a prescrição quinquenal, prevista no art.1º da Lei 9.873/99, tendo em vista que deixou a Vitória Asset em 01.07.2010 e nenhum ato de apuração teria ocorrido até 2016. Segundo a defesa, a prescrição penal não seria aplicável pois: *“a simples menção da regra do Código Penal de um potencial prazo prescricional, não tem, por si só, o condão de justificar a aplicação do § 2º do art. 1º da Lei 9873/1999. Caberia, justamente, apontar in abstracto, qual crime em questão e cotejá-lo com a situação em concreto, o que não foi feito, não bastando meras alusões às investigações ocorridas no bojo da Operação*



## 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

*Greenfield”.*

87. Quanto ao mérito, alega que *“muito embora não seja exigível que assumisse uma postura de desconfiança frente ao trabalho já realizado, notadamente por seu predecessor, não significa que o Defendente se quedou inerte, quanto às suas responsabilidades”.*

88. Nesse sentido, destaca que o caráter resgatável das ações do FIP Multiner de titularidade do Fundo, o que conferia ao investimento caráter de renda fixa. Sendo assim: *“abstraidas as questões relativas ao processo de investimento, fato é que se verificava a possibilidade de o FIP Multiner reaver o valor investido e, desta maneira, estariam protegidos os interesses dos cotistas, cumprindo assim o Defendente, seus deveres fiduciários”.*

89. Além disso, destaca que durante sua gestão foram realizadas melhorias de governança no Fundo.

90. Por fim, pleiteou a produção de prova oral, na forma de depoimento pessoal do próprio acusado.

91. Com base em tais argumentos, pleiteou o reconhecimento das preliminares suscitadas e, subsidiariamente, sua absolvição no mérito.

### **V. Propostas de termo de compromisso e distribuição do PAS**

92. Em 17.11.2020, fui sorteado relator deste PAS.

93. Em 11.01.2021, Planner, Carlos Arnaldo de Souza e Eduardo Montalban apresentaram proposta conjunta de termo de compromisso<sup>25</sup> que foi rejeitada pelo Colegiado em 10.03.2021.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 12 de julho de 2022.

**Marcelo Barbosa**

Presidente Relator

---

<sup>25</sup> Doc. SEI 1177955.