



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

Voto

I. Introdução

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SIN para apurar a responsabilidade de Vitória Asset; Humberto Lima; José Augusto dos Santos; Planner; Carlos Arnaldo de Souza; Eduardo Montalban, por irregularidades relacionadas ao FIP Multiner e à Multiner S.A., investida do Fundo, ocorridas entre 2008 e 2016.

2. Em apertada síntese, a Acusação entende que o Fundo realizou investimentos na Multiner tomando como base uma avaliação flagrantemente equivocada, sem fundamento econômico 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 demais acionistas da Companhia foram beneficiados.

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório que antecede este voto (“Relatório”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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 ICVM 8 e vedada pelo item I da norma², em virtude do investimento realizado pelo Fundo na Multiner ao longo de 2009.

4. José Augusto era (i) diretor presidente e controlador do 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, 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 em que ocorreram os fatos, e gestora de novembro de 2011 a 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, por ter permitido a realização de 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 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.

II. Preliminares

6. Antes de tratar do mérito deste PAS, analiso as preliminares trazidas nas defesas.

Prescrição - Planner, Carlos Arnaldo de Souza e Eduardo Montalban

7. Planner, Carlos Arnaldo de Souza e Eduardo Montalban alegam que estaria prescrita a pretensão punitiva da CVM em relação à suposta violação ao artigo 14, inciso I, “f”, da ICVM 391³. Isso porque os documentos utilizados pela CVM para fundamentar a Acusação – referentes à decisão de investimento do Fundo na Multiner – seriam de 2008

²ICVM 8: “(...) II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardis 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”.

³ ICVM 391: “Art. 14. Incluem-se entre as obrigações do administrador: I – manter, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem, por 5 (cinco) anos após o encerramento do fundo: (...) f) a documentação relativa às operações 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

e a investigação dos fatos pela CVM começou apenas em 2016⁴, de modo que teria transcorrido o prazo quinquenal previsto no artigo 1º da Lei nº 9.873/1999⁵.

8. Entendo, contudo, que não manter os documentos relativos às operações do Fundo em perfeita ordem é uma infração de caráter permanente, isto é, perdura enquanto houver a obrigação e esta for descumprida. Como se sabe, o administrador deve constantemente diligenciar para que os registros e documentos do fundo estejam disponíveis e organizados. Logo, a conduta não se exaure na mesma data em que o documento em questão for emitido, como sugere a defesa.

9. Ora, por se tratar de manutenção de documentos “*atualizados e em perfeita ordem*”, a utilidade que se espera de tal obrigação é a possibilidade de aferir informações importantes a respeito do fundo e de suas operações. Pouco adiantará se o documento, após sua emissão, for extraviado ou ficar desatualizado. Assim, em virtude do caráter de permanência, a fluência do prazo prescricional começa quando a infração *tiver cessado*.

10. No presente caso, a infração em questão não teria cessado, enquanto a referida obrigação se mantivesse exigível, pois os documentos jamais teriam sido mantidos em ordem pelos acusados. Sendo assim, o marco inicial para a contagem do prazo prescricional para fins da do artigo 14, inciso I da ICVM 391, aplicável à época dos fatos, que seria cinco anos após o *encerramento* do Fundo, não teria sequer ocorrido, pois o Fundo continua ativo.

11. Com a vigência da Instrução CVM nº 578, em 30.08.2016, referido prazo passou a ser de simplesmente 5 anos, independentemente do encerramento do Fundo⁶. De toda forma, mesmo que aplicada a nova regra, o marco inicial da contagem do prazo prescricional seria o fim do período de 5 anos pelo qual os documentos deveriam ser mantidos pelo administrador. Ou seja, neste caso, a contagem começaria apenas em 2013.

12. Portanto, seja qual for o entendimento adotado, as investigações da CVM começaram antes que o prazo quinquenal transcorresse e, portanto, interromperam a fluência do prazo prescricional.

⁴ Por meio da inspeção conduzida no âmbito do Processo CVM nº 19957.008085/2016-79.

⁵ Lei 9.873/99: “Art. 1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia, objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado”.

⁶ ICVM 578: “Art. 57. O administrador e o gestor devem manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos e informações exigidos por esta Instrução”.



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

13. Por essa razão, rejeito a preliminar arguida por Planner, Carlos Arnaldo Souza e Eduardo Montalban.

Prescrição – José Augusto dos Santos e Vitória Asset

14. José Augusto dos Santos e Vitória Asset alegam que teria havido prescrição, haja vista que a conduta a eles imputada seria atípica, pela inexistência de dolo. Tratando-se de conduta atípica, não seria possível falar em crime e, conseqüentemente, em aplicação do prazo prescricional previsto na lei penal e, sendo assim, valeria o prazo quinquenal da Lei nº 9.873/1999, que teria transcorrido antes do início das investigações pela Autarquia em 2016.

15. Entendo, contudo, que não assiste razão aos Acusados. Conforme previsto no § 2º do artigo 1º da Lei nº 9.873/1999, o prazo prescricional aplicável é o previsto na lei penal quando “*o fato objeto da ação punitiva da Administração também constituir crime*”.

16. Para tanto, a CVM, no âmbito de sua competência sancionadora, possui autonomia para definir se as infrações administrativas sob sua fiscalização constituem, também, crime⁷.

17. No caso em tela, a imputação feita a José Augusto e Vitória Asset são de prática de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários, definidas na letra “c” do item II da ICVM 8. Conforme apontado pelo Ministério Público Federal no Relatório Final da Operação Greenfield⁸, o crime aplicável, em tese, a este caso é a gestão fraudulenta de instituição financeira (ou entidade equiparada)⁹, previsto no artigo 4º

⁷ Cf. voto do Diretor Gustavo Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/2010 (19957.010796/2019-56), j.03.03.2020: “Segundo o atual entendimento dos nossos Tribunais Superiores, a CVM, em sua atividade sancionadora, tem autonomia para concluir se os fatos que constituem infração aos dispositivos legais e regulamentares que, segundo a lei, lhe cabe fiscalizar, também constituem crime, hipótese em que pode se valer do prazo prescricional previsto na lei penal independentemente da instauração de processo penal.”

⁸ Doc. SEI 0968209, págs. 132-133.

⁹ Lei nº 7.492/1986, Art. 1º Considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros (Vetado) de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários. Parágrafo único. Equipara-se à instituição financeira: I - a pessoa jurídica que capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou recursos de terceiros; II - a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual.



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

caput, Lei nº 7.492/1986, cujo prazo prescricional é de 16 anos, nos termos do artigo 109, inciso II, do Código Penal.¹⁰

18. Não é necessário que efetivamente tenha ocorrido o crime em questão e que isso seja reconhecido em sentença, mas sim que a conduta objeto do processo administrativo sancionador possa, em abstrato, no entendimento da CVM, configurar um crime, tal como ocorre neste caso.

19. Com relação à alegada inexistência de dolo, entendo que se trata de questão atinente ao mérito do processo. Isto é: a conduta em abstrato imputada aos acusados (operação fraudulenta) é, sem dúvida, de caráter doloso. Se há, ou não, nos autos provas suficientes do referido elemento subjetivo para caracterizar a infração administrativa, é questão que extrapola o âmbito das preliminares e que será avaliada adiante.

20. Por essa razão, afasto a preliminar de prescrição arguida por José Augusto Santos e Vitória Asset.

Prescrição - Humberto Lima

21. Humberto Lima, por sua vez, alega que a prescrição da lei penal não seria aplicável ao caso, pois a Acusação não teria apontado qual o crime correspondente à conduta em questão, mas apenas indicado o prazo de 16 anos. Nesse sentido: “*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*”.

22. Consoante precedentes do Colegiado, de fato é necessário que a CVM indique o crime em abstrato que o fato caracterizador da infração administrativa poderia também configurar para que possa se valer do prazo prescricional previsto na lei penal.

23. Contudo, em se tratando a prescrição de matéria de ordem pública, que deve ser analisada *ex officio* pelo Colegiado, entendo que uma possível falta de indicação do tipo penal correspondente à conduta em questão não compromete a validade ou eficácia do Termo de Acusação, devendo o processo sancionador seguir seu curso normalmente. Tal definição pode ser feita em sede de julgamento, podendo o Colegiado, inclusive, discordar do enquadramento sugerido pela área técnica.

24. Sendo assim, entendo que deve ser aplicado o prazo de 16 anos previsto na lei penal, tendo em vista que o crime em tese aplicável é a gestão fraudulenta de instituição

¹⁰ Mesmo que aplicado o prazo pela metade, conforme suscitado na sustentação oral, ainda assim, não haveria prescrição.



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

financeira (ou entidade equiparada). Com essa definição, afastou a alegação de prescrição feita por Humberto Lima.

Nulidade da acusação por atipicidade da conduta e responsabilidade objetiva – Vitória Asset e José Augusto dos Santos

25. Os acusados alegam que a Acusação seria nula pois (i) a conduta imputada a eles seria atípica, pela inexistência de dolo; e (ii) a responsabilidade foi imputada a José Augusto dos Santos de forma genérica e objetiva, sem a demonstração de dolo ou culpa.

26. Contudo, conforme exposto acima, a conduta imputada aos acusados é, em abstrato, dolosa. Se o elemento subjetivo foi, ou não, demonstrado de forma suficiente pela Acusação é questão referente ao mérito do PAS.

27. Portanto, indefiro a preliminar suscitada pelos acusados.

Violação ao artigo 6º, III da ICVM 607 – Humberto Lima

28. Humberto Lima alega que teria havido violação ao artigo 6º, III da então vigente ICVM 607 pela inexistência de autoria do Acusado, uma vez que ingressou na Vitória Asset apenas em fevereiro de 2009, após a decisão de investimento na Multiner ser tomada.

29. A preliminar não merece acolhida. A Acusação indicou os elementos pelos quais entende que Humberto Lima deve ser responsabilizado, considerando inclusive a data em que assumiu o cargo de diretor responsável da gestora. Se tais elementos são suficientes, ou não, para caracterizar a autoria do acusado é questão referente ao mérito do processo, que será analisada mais adiante neste voto.

Pedido de produção de provas – Humberto Lima

30. Humberto Lima pleiteou a produção de prova oral, na forma de depoimento pessoal.

31. Entendo, contudo, que tal pedido deve ser indeferido. A prova pretendida pelo acusado pouco contribuiria para o esclarecimento dos fatos subjacentes ao processo, especialmente porque o acusado já teve oportunidade de se manifestar exaustivamente sobre o processo na fase pré-sancionadora e em sede defesa.

32. Além disso, o acusado não justificou a utilidade da prova que requereu ser produzida, tampouco os pontos controvertidos que pretenderia esclarecer. Ou seja, não fica claro o que o depoimento pessoal agregaria aos elementos já constantes dos autos.



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

III. Mérito

33. A análise do mérito será dividida em três partes. A primeira trará considerações gerais sobre a prática de operações fraudulentas por prestadores de serviço de fundos nas quais há interferência relevante dos cotistas nas decisões de investimento, tendo em vista que esse tema foi central em todas as defesas. A segunda tratará das responsabilidades de Vitória S.A., José Augusto dos Santos e Humberto Lima, pelos atos relacionados ao FIP Multiner no período de 2008 a 2011 - período em que a Vitória S.A. atuou como gestora. A terceira tratará das imputações feitas à Planner e seus diretores responsáveis.

III.A. Operações fraudulentas em fundos nos quais os cotistas têm participação relevante nas decisões de investimento.

34. Antes de tratar dos aspectos particulares deste caso, entendo necessário tecer algumas considerações gerais sobre fraudes em fundos de investimento nos quais há interferência relevante dos cotistas nas decisões de investimento, em especial naqueles cujos cotistas são entidades de previdência complementar. Tais considerações serão úteis para definir os parâmetros que serão utilizados na análise dos fatos subjacentes a este PAS.

35. Conforme entendimento consolidado do Colegiado, a caracterização de operações fraudulentas exige a comprovação de (i) utilização de artil 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.

36. Diante desses requisitos, uma questão que se coloca é se administradores e gestores estariam utilizando *artilícios destinados a manter terceiros em erro* quando atuam apenas *implementando* decisões já tomadas e, em muitos casos, com participação dos cotistas.

37. Há dois pontos importantes a serem considerados de início.

38. O primeiro é que administradores e gestores não podem simplesmente executar automaticamente instruções que tenham recebido, seja de outros prestadores de serviço, seja de cotistas, de forma *acrítica e irrefletida*. É requisito essencial do dever de diligência de administradores e gestores a verificação da regularidade das ações que executam no desempenho das funções para as quais foram contratados.



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

39. Os gestores e administradores dos fundos têm relevante papel na verificação da aderência das operações dos fundos sob sua responsabilidade às normas legais e regulamentares, funcionando como *gatekeepers* de tais obrigações. Seu regime regulatório de deveres e responsabilidades foi concebido de forma a assegurar o adequado desempenho desse papel.

40. Tal entendimento já foi acolhido pelo Colegiado desta Autarquia, inclusive em casos envolvendo fundos exclusivos, nos quais o próprio cotista tomava decisões sobre seu próprio patrimônio. Confira-se:

“63. Entretanto, o fato de as operações (ou, ao menos, grande parte delas) terem sido sugeridas pela própria PRECE não exime, de qualquer forma, os gestores da observância do dever de diligência no exercício de suas funções, que para tanto **devem analisar de forma criteriosa qualquer operação que venha a ser realizada, independentemente de indicação realizada pelo “cotista único”.**

64. Aliás, o cumprimento acrítico e sem análise técnica das orientações de investimento do “cotista único” jamais poderia ter o condão de eximir a responsabilidade do gestor, uma vez que essa postura submissa demonstraria que o profissional se afastou de suas obrigações profissionais mais comezinhas, corroborando o quadro de inequívoca violação ao dever de diligência.

65. Os **gestores de carteira são profissionais que foram especificamente contratados para exercer a gestão diligente de fundos de investimento**, e que, por conta disso, recebem contrapartida econômica. Assim, eles possuem exclusiva responsabilidade pela gestão da carteira dos fundos, como, aliás, encontrava-se previsto nos contratos de gestão referentes aos fundos de investimento em análise.

66. Desta forma, o gestor mantém hígdas suas obrigações fiduciárias seja qual for o tipo de fundo de investimento para o qual preste serviço, ainda que seja um fundo exclusivo. Isso porque, dentre as proteções instituídas pela regulamentação aplicável da CVM, encontra-se o imprescindível dever de atuação diligente e leal de todos os profissionais que prestam serviços aos fundos de investimento, ainda que sejam fundos exclusivos, na medida em que esses deveres se impõem diante da relação fiduciária inerente à função de gerir recursos de terceiros.

67. De fato, **nada impede que o cotista único faça sugestões de investimento, mas essa opinião não exime o gestor de sua obrigação de atuar em prol dos interesses dos fundos, de forma técnica e informada, recusando-se, por conseguinte, a executar operações que sejam visivelmente prejudiciais ao fundo de investimento**¹¹. (grifei).

41. A mesma lógica se aplica a casos que envolvam operações fraudulentas. Os prestadores de serviço do fundo não podem se eximir de suas responsabilidades alegando que atuaram de forma passiva, apenas como meros executores de decisões já tomadas e alheios às atinentes irregularidades. É inerente às suas responsabilidades evitar que a estrutura do fundo seja utilizada para a realização de ilícitos. Para tanto, é necessário que o prestador de serviço atue com cuidado e tenha razoável grau de confiança quanto à regularidade dos atos praticados no exercício de suas funções.

¹¹ Cf. PAS CVM Nº 07/2012, j.07.03.2017.



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

42. Logo, ter conhecimento sobre ilícitos e deliberadamente omitir-se – ou deliberadamente decidir não adotar qualquer medida para apurar eventuais ilícitos - em face de deveres fiduciários que impõem atuação ativa em prol dos interesses do fundo, é elemento que pode caracterizar, a depender das circunstâncias e dos indícios apurados caso a caso, coparticipação na fraude, viabilizando-a.

43. Segundo, quando os cotistas do fundo são entidades de previdência complementar, não são, propriamente, os efetivos titulares dos recursos investidos (i.e. seus beneficiários) que tomam as decisões na qualidade de cotistas, mas sim os que fiduciariamente zelam pelos recursos de terceiros, por meio das pessoas especificadas na forma dos respectivos regimentos internos (ex. diretores/administradores das entidades). Logo, os indivíduos prejudicados e mantidos em erro, nestes casos, não são os diretores ou funcionários de tais entidades que atuam como representantes dos cotistas perante o fundo, mas sim os trabalhadores que contribuem com seus recursos para a formação daquele patrimônio. Nesse sentido:

“Em um caso como este, **quem está em erro não é o colaborador, gerente, ou dirigente do fundo de pensão, mas, sim, o trabalhador contribuinte daquele fundo de pensão.** Isto significa que, dependendo do artifício utilizado, o operador/gerente do fundo de pensão pode ser responsabilizado tanto por prática não equitativa quanto por operação fraudulenta. Não será mais necessário presumir que o operador/gerente do fundo também estivesse em erro. Na prática, muitas vezes se verifica que é este operador/gerente justamente o pivô do "esquema", tal como bem demonstrado neste PAS.

E a meu ver, esta interpretação do Diretor Tadeu é a mais adequada à luz da Lei nº 6.385/76. Em seu artigo 4º, a Lei dispõe que entre os fins da CVM estão o de "estimular a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários"; "assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados", além de "coibir modalidades de fraude". No caso concreto, quem será o poupador prejudicado? Quem todo mês desconta de seu holerite um percentual para a sua aposentadoria contando que estes recursos serão administrados de forma íntegra para lhe permitir um pecúlio quando de sua aposentadoria? Este trabalhador jamais permitiria ter seu holerite descontado se soubesse que um esquema tal como o demonstrado neste PAS existia. **Portanto, é ele, o trabalhador, contribuinte do fundo de pensão, quem está em erro e não o dirigente, ou gerente, do fundo de pensão, frequentemente partícipes do esquema.**”¹² (grifei)

44. Assim, ainda que a participação dos funcionários das entidades de previdência complementar que as representavam perante o FIP Multiner na fraude não tenha sido objeto de acusação neste PAS, os prestadores de serviço do Fundo não podem afastar suas responsabilidades alegando simplesmente que os cotistas concordaram e sabiam das decisões. Não há espaço, diante dos deveres que incidem sobre eles, para que atuem como

¹² Cf. voto da Diretora Ana Novaes no âmbito do PAS nº 30/2005, j. 11.12.2012. No mesmo sentido: PAS CVM nº RJ2015/9909, Rel.Gustavo Borba, j. 05.09.2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

meros executores de decisões e, com base nisso, aleguem que não participaram de fraudes possibilitadas por comportamentos intencionalmente omissos. Especialmente em uma estrutura na qual os cotistas são entidades de previdência complementar, de modo que os tomadores de decisão são apenas representantes, em última análise, dos titulares do patrimônio.

45. Para que possam se eximir das imputações formuladas, apurada a fraude, ainda que por meio de prova indiciária, é necessário que acusados afastem os indícios trazidos pela acusação ou apresentem contraindícios, a demonstrar que efetivamente agiram de modo a impedi-la.

46. Com base nessas premissas, passo a analisar a conduta dos Acusados neste PAS.

III.B. Atuação da Vitória S.A., José Augusto dos Santos e Humberto Lima.

47. Desde logo antecipo minha conclusão no sentido de que a Acusação reuniu elementos suficientes para a condenação da Vitória Asset, de José Augusto dos Santos e de Humberto Lima pela prática de operação fraudulenta.

48. Contudo, antes de tratar individualmente da conduta de cada um destes acusados, cabe uma breve recapitulação dos fatos referentes aos investimentos realizados pelo FIP Multiner na Companhia durante o período de gestão da Vitória Asset¹³. Tais fatos são essenciais para a adequada compreensão dos elementos que, no meu entendimento, comprovam a ocorrência de operação fraudulenta.

49. O FIP Multiner foi constituído em setembro de 2008 e registrado na CVM no mês seguinte. O objetivo de investir na Multiner já estava definido no Regulamento desde a constituição do Fundo¹⁴.

50. Entre dezembro de 2008 e dezembro de 2009 ocorreram: (i) a subscrição e integralização de cotas do FIP Multiner e (ii) os aportes do Fundo na Companhia. As tabelas detalham o fluxo de recursos:

¹³ Tais fatos estão detalhados no Relatório.

¹⁴Cf. Cláusulas do Regulamento à época: (i) “Artigo 2º. O objetivo do Fundo é proporcionar aos seus Cotistas a valorização do capital investido, a longo prazo, em carteira de Valores Mobiliários, participando do processo decisório das Companhias Alvo, exercendo efetiva influência na definição de suas políticas estratégicas e nas suas gestões, notadamente através da indicação de membros do conselho de administração, observada a política de investimento constante do Capítulo IV abaixo” e (ii) “Artigo 19. O objetivo do Fundo é obter rendimentos por meio de investimentos em ações, debêntures, bônus de subscrição, em outros títulos e valores mobiliários conversíveis e permutáveis em ações de emissão da Companhia Alvo”. Companhia Alvo era a definição para referir-se à Multiner S.A. (Doc. SEI 0962488).



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

APORTES DOS COTISTAS NO FIP MULTINER ¹⁵				
COTISTA	DATA DE SUBSCRIÇÃO E INTEGRALIZAÇÃO	VALOR DA COTA DE APLICAÇÃO	VALOR DE APLICAÇÃO	QUANTIDADE
FACEB-FUNDAÇÃO DE PREVIDÊNCIA DOS EMPREGADOS DA CEB	9/12/2008	R\$ 1.000.000,00	R\$ 10.580.633,25	7,0000
FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS - FUNCEF	20/10/2009	R\$ 1.063.903,55	R\$ 119.410.003,81	79,0000
	19/11/2009	R\$ 1.071.627,64	R\$ 25.695.823,61	17,0000
FUNDAÇÃO REDE FERROVIÁRIA DE SEGURIDADE SOCIAL - REFER	10/11/2009	R\$ 1.069.705,06	R\$ 57.437.723,35	38,0000
INSTITUTO INFRAERO DE SEGURIDADE SOCIAL - INFRAPREV	30/6/2009	R\$ 1.038.105,88	R\$ 28.718.861,68	19,0000
	6/7/2009	R\$ 1.039.444,36	R\$ 16.626.709,39 11,0000	11,0000
	8/7/2009	R\$ 1.040.459,37	R\$ 13.603.671,32	9,0000
	19/11/2009	R\$ 1.071.627,64	R\$ 22.672.785,53	15,0000
PETROS - FUNDAÇÃO PETROBRAS DE SEGURIDADE SOCIAL	18/6/2009	R\$ 1.036.974,05	R\$ 48.368.609,14	32,0000
	30/6/2009	R\$ 1.038.105,88	R\$ 101.271.775,39	67,0000
POSTALIS INSTITUTO DE SEGURIDADE SOCIAL DOS CORREIO E TELEGRÁFOS	19/2/2009	R\$ 1.015.801,57	R\$ 119.410.003,81	79,0000
REGIUS SOCIEDADE CIVIL DE PREVIDÊNCIA PRIVADA	2/12/2009	R\$ 1.076.876,92	R\$ 36.276.456,85	24,0000
	16/12/2008	R\$ 1.002.120,88	R\$ 10.580.633,25	7,0000

APORTES DO FUNDO NA MULTINER ¹⁶				
Data de subscrição e integralização	Preferenciais Resgatáveis	Valor de Aplicação	Forma Integralização	Valor unitário por ação
10/12/2008	7.472	R\$ 6.719.644,32	moeda corrente nacional	R\$ 899,31
17/12/2008	7.479	R\$ 6.740.224,38	moeda corrente nacional	R\$ 901,22
19/02/2009	83.478	R\$ 76.236.283,50	moeda corrente nacional	R\$ 913,25
25/02/2009	2.733	R\$ 2.499.902,43	moeda corrente nacional	R\$ 914,71
10/06/2009	5.284	R\$ 4.914.806,92	moeda corrente	R\$ 930,13

¹⁵ Cf. Tabela 2 – Aportes realizados no FIP entre 31.12.2008 e 06.5.2016 do Termo de Acusação.

¹⁶ Cf. Tabela 1 – Aportes realizados pelo FIP MULTINER na Multiner S.A no período de dez/2008 a set/2015 do Termo de Acusação.



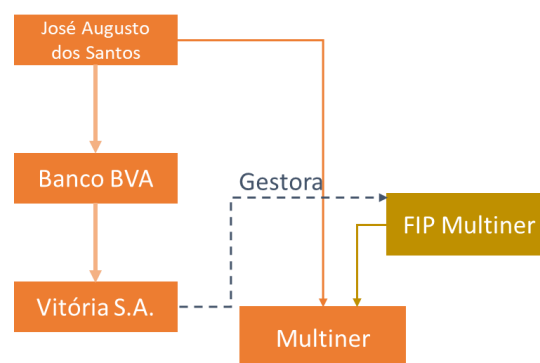
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

			nacional	
18/06/2009	33.813	R\$ 31.523.183,64	moeda corrente nacional	R\$ 932,28
22/06/2009	70.797	R\$ 66.074.840,10	moeda corrente nacional	R\$ 933,30
30/06/2009	20.076	R\$ 18.738.930,80	moeda corrente nacional	R\$ 933,30
06/07/2009	11.624	R\$ 10.862.643,93	moeda corrente nacional	R\$ 934,50
08/07/2009	9.513	R\$ 8.895.697,91	moeda corrente nacional	R\$ 935,11
16/09/2009	3.170	R\$ 2.997.805,60	moeda corrente nacional	R\$ 945,68
20/10/2009	83.478	R\$ 79.845.872,22	moeda corrente nacional	R\$ 956,49
22/10/2009	2.298	R\$ 2.199.691,56	moeda corrente nacional	R\$ 957,22
10/11/2009	40.154	R\$ 38.616.101,80	moeda corrente nacional	R\$ 961,70
11/11/2009	2.113	R\$ 2.031.945,32	moeda corrente nacional	R\$ 961,64
19/11/2009	35.593	R\$ 34.291.363,99	moeda corrente nacional	R\$ 963,43
02/12/2009	26.545	R\$ 25.669.541,75	moeda corrente nacional	R\$ 968,15

51. Assim, durante tal período, o Fundo aportou R\$ 418.858.480,17 e adquiriu 20,1% do capital social da Multiner, representado por ações preferenciais resgatáveis¹⁷. A opção de resgate consistia no recebimento do preço de emissão corrigido pelo IGP-M, acrescido de juros reais de 9,5% ao ano. De todo modo, considerando a participação adquirida e o valor pago, pode-se concluir que o Fundo atribuiu à empresa o valor de aproximadamente 2,1 bilhões.

52. Ainda sobre a operação, destaco que o Fundo era gerido pela Vitória S.A., controlada indiretamente pelo acusado José Augusto dos Santos¹⁸, o qual era o maior acionista da Multiner à época. O organograma abaixo mostra a estrutura:



53. Feita essa breve exposição, passo à individualização das condutas.

¹⁷ O resgate poderia ser iniciado a partir de 2013.

¹⁸ Cf. afirmado por ele em depoimento prestado no âmbito da investigação do INFRAPREV (Doc. SEI 0968195, págs. 308-313).



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

Atuação da Vitória Asset

54. O fato de os atos referentes ao investimento do Fundo terem sido executados por uma controlada (a Vitória S.A., gestora do Fundo) de um dos principais acionistas da companhia investida (a Multiner) merece atenção, haja vista o potencial conflito de interesses daí decorrente. Para o Fundo, o preço de emissão mais baixo seria mais vantajoso, enquanto para os demais acionistas da Companhia, quanto maior o preço de emissão, menor seria sua diluição. O cenário em que o investimento do FIP Multiner ocorreu, portanto, aumentava o risco de que o valor da Multiner fosse superestimado.

55. E de fato, há um conjunto robusto e convergente de indícios de que o valor da Companhia que embasou os aportes iniciais do FIP Multiner¹⁹ foi superestimado.

56. O primeiro e mais importante deles é a ausência de apresentação pela Vitória Asset de qualquer estudo ou análise suficientemente sólido - seja externo ou elaborado pela própria gestora - para justificar o valor atribuído à Multiner. Em suas manifestações à CVM, a Vitória S.A. afirmou que *“tomou todas as precauções que lhe cabiam para que os investimentos realizados pelo FIP fossem precificados de forma justa e correta”*²⁰. Contudo, não é isso que se verifica nos autos.

57. A Vitória S.A. utilizou apenas três documentos para tentar justificar o valor atribuído à Multiner para fins do investimento²¹. São eles: (i) apresentação do Morgan Stanley datada de 2008²²; (ii) laudo elaborado pela LD Consultoria²³; (iii) apresentação do Morgan Stanley datada de 2010²⁴. Contudo, nenhum de tais documentos oferece elementos capazes de apoiar de forma consistente a decisão da gestora.

58. Com relação à apresentação de 2008 do Morgan Stanley, é importante destacar que ela foi contratada pela própria Multiner e não tinha como objetivo avaliar a Companhia. Trata-se de uma apresentação com considerações gerais sobre o setor e sobre as perspectivas da empresa para apresentar uma oportunidade de investimento a possíveis interessados.

¹⁹ Entre dezembro de 2008 e dezembro de 2009.

²⁰Doc. SEI 1138046, pág. 12.

²¹ Doc. SEI 0962755, Anexos I a III.

²²Doc. SEI 0962755, Anexo I.

²³Doc. SEI 0968147.

²⁴Doc. SEI 0968142.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

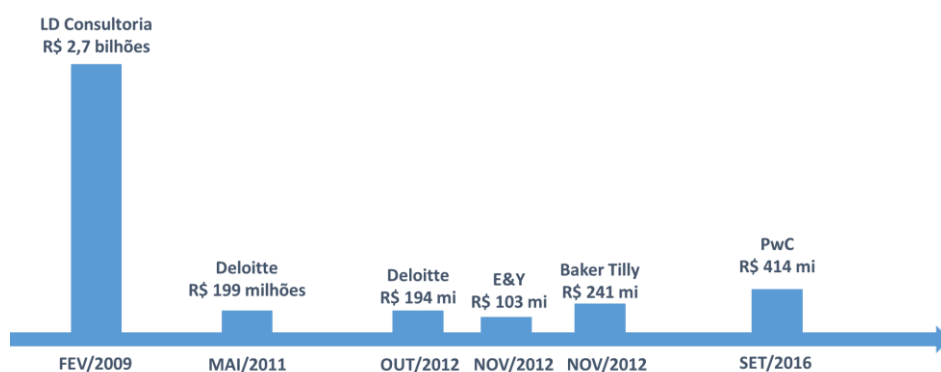
Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º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

59. A avaliação pré-investimento de aproximadamente R\$ 2 bilhões pode ser extraída dos dados constantes da parte final do documento²⁵. Contudo, não há descrição das premissas, dos fatores de risco, tampouco da metodologia adotada para chegar a tal resultado. Sendo assim, não se trata de instrumento hábil para amparar a decisão da gestora sobre o investimento na Companhia, muito menos a precificação adotada.

60. Com relação ao laudo da LD Consultoria, também há diversos pontos de atenção que impedem que seja considerado elemento de suporte para a decisão da gestora. Primeiro, o laudo sequer foi elaborado a pedido da Vitória Asset, mas sim de cotistas (Postalis e Petros). Além disso, e ainda mais contundente, o laudo foi emitido em 03.02.2009, ou seja, após os aportes do Fundo na Multiner terem sido iniciados e o valor da avaliação definido. Sendo assim, não é possível afirmar que a gestora tenha se apoiado no laudo para tomar sua decisão.

61. Há, ainda, indícios relevantes de que o referido laudo não era confiável.

62. Primeiro, os valores apontados pela LD Consultoria foram muito destoantes dos apontados em avaliações subsequentes, elaborados pela Deloitte²⁶, E&Y²⁷, Baker Tilly²⁸ e PwC²⁹- estes mais convergentes entre si -, conforme indicado na figura a seguir, que mostra o valor que cada avaliador atribuiu à Companhia:



63. Embora haja um intervalo temporal entre os laudos que poderia, em tese, justificar as diferenças nos valores, seria necessário que a gestora fosse capaz de explicar

²⁵Doc. SEI 0962755, Anexo I

²⁶Doc. SEI 0961300 e Doc. SEI 0961510.

²⁷Doc. SEI 0961618.

²⁸Doc. SEI 0961621.

²⁹Doc. SEI 0964266.



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

minimamente as razões para a acentuada redução do valor da Companhia ou apontar os problemas dos laudos posteriores.

64. Entretanto, não foi isso que ocorreu. Em sua defesa, a Vitória S.A., afirmou que: **“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”** (grifei). E, contraditoriamente que “[p]ortanto, diante das incertezas e das inúmeras elucubrações possíveis, **não se pode afirmar alguns anos depois que determinado ativo foi sobreavaliado. Aliás, por que não foi o laudo da Deloitte que subavaliou os ativos? Por que necessariamente houve sobreavaliação e não subavaliação? Tais questionamentos indicam ser impossível indicar qual parecer técnico foi corretamente elaborado”**.

65. Ou seja, ao mesmo tempo a Vitória Asset afirma que (i) a Companhia enfrentou dificuldades que levaram à sua desvalorização e que (ii) os laudos posteriores é que poderiam estar equivocados e subavaliando a Companhia, ou seja, não teria havido desvalorização. Não há sequer compatibilidade entre as duas afirmações.

66. Como se vê, as explicações da gestora são genéricas e contraditórias. Por isso, não pesam em favor do laudo elaborado pela LD Consultoria. Nenhuma delas, a meu ver, pode ser considerada um indício de que se trata de documento hábil e confiável para embasar uma tese de investimento.

67. E mais: a gestora tinha o dever de conhecer com profundidade os fatos relacionados ao investimento e o ônus de apresentá-los em sua defesa. Isto é, não é suficiente que ela apresente apenas especulações sobre os problemas que podem ter acometido a Companhia nem somente referências genéricas a possibilidade de haver supostos equívocos nos laudos subsequentes (da Deloitte, Baker Tilly, E&Y) sem defender os fundamentos adotados pela LD Consultoria nem explicar os alegados equívocos existentes nos demais laudos. Nada disso, contudo, foi feito.

68. Ademais, compulsando os autos, verifico que foi juntado pela Acusação Relatório do MPF contendo suas conclusões a respeito dos fundos envolvidos na Operação *Greenfield*³⁰, dentre os quais o FIP Multiner. Referido documento traz informações que levantam ainda mais dúvidas sobre a idoneidade do laudo elaborado pela LD Consultoria.

³⁰ Doc. SEI 0968209.



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

Isso porque consta do relatório que a FUNCEF - outra cotista do Fundo - também contratou um laudo da CG Quatro Consultoria Empresarial Ltda. (“CG 4”) e obteve um resultado próximo ao da LD Consultoria para a Multiner (superior a R\$ 2 bilhões).

69. Com relação ao laudo da CG4, o MPF apontou diversos indícios de que ele foi artificialmente inflado, assim como o da LD Consultoria, conforme se vê no trecho do relatório final da Operação Greenfield:

“No caso da FUNCEF, a valuation da Multiner foi realizada fraudulentamente pela empresa CG Quatro Consultoria Empresarial Ltda., a qual não tinha sequer em seu objeto social a realização de atividades compatíveis com avaliações econômico-financeiras, due diligences, precificações de ativos etc.; seu objeto social era o de “design de interiores”. O valor do contrato de avaliação econômico-financeira da FUNCEF com a CG Quatro foi de somente R\$ 15.000,00, o que representava cerca de 10% do valor normal de mercado esperado para esse tipo de avaliação técnica, sendo esse um forte indício de irregularidade dessa contratação.

Demais disso, também é indício de ilicitude o fato de que, no processo de contratação nº 07-2011, somente foram convidadas para participar da cotação de preços prévia à contratação da CG Quatro as empresas UBS Pactual, Banco Fator e Singular Partners e o Grupo de Estudos do Setor Elétrico da UFRJ (“GESEL”). Assim, **a despeito de a empresa CG Quatro Consultoria Empresarial Ltda. não ter sido convidada pela FUNCEF para participar do processo de cotação, constou no dossiê sua proposta comercial, no valor de R\$ 15.000,00, o que levou a sua contratação.**

Registre-se que, no documento de especificação técnica constante no processo de contratação, exigia-se que a proposta comercial da empresa avaliadora contemplasse os currículos dos profissionais designados para a execução dos trabalhos, bem como atestados/certificados de capacidade técnica. A proposta comercial da CG Quatro Consultoria Empresarial Ltda. não contém esses documentos. Apesar disso, e não obstante o fato de que o ramo de atividade da empresa estar registrado na página eletrônica da Federal do Brasil como “design de interiores”, não sendo tal objeto – obviamente – compatível com o objeto cotado e contratado, a GEPAR da FUNCEF indicou a contratação da CG Quatro.

Finalmente, **outro indício forte de ilicitude da contratação da CG Quatro (a qual pode ter sido dolosamente contratada a fim de sobreprecificar os ativos da Multiner) é o fato de que a empresa foi aberta no dia 4 de maio de 2009, somente dois meses antes da abertura do processo de cotação.** Ou seja, aparentemente, a CG Quatro Consultoria Empresarial foi constituída exclusivamente para ser contratada pela FUNCEF e propiciar a sobreprecificação dos ativos da Multiner.

Assim, em que pese a irregularidade de sua contratação e sua inaptidão técnica para realizar precificação de ativos, a CG Quatro Consultoria Empresarial, em seu relatório de 2009, avaliou a Multiner no valor de R\$ 2.196.000.000,00, apesar de somente um empreendimento de seu ativo estar operacional no momento da avaliação (na linguagem do caso CEVIX, diríamos que quase todos os empreendimentos da Multiner avaliados em 2009 seriam “Greenfield”).” (grifei.)

70. O *modus operandi* semelhante dos cotistas (Petros, Funcef e Postalis), com a contratação de laudos após a o valor da companhia já ter sido definido - que apresentaram valores muito superiores àqueles constantes dos demais laudos juntados a este PAS - é mais um indício da inconsistência da avaliação da LD Consultoria. Isso porque a empresa



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

que chegou ao resultado mais próximo do laudo da LD Consultoria, a CG4, está cercada por fortes indícios de corrupção.

71. A apresentação elaborada pelo Morgan Stanley em 2010 também não contribuiu para a defesa da gestora. Isso porque: (i) foi contratada pela própria Companhia para análise de potencial IPO; e (ii) a apresentação da avaliação aparece em apenas duas páginas, sem qualquer detalhamento sobre as premissas utilizadas para o cálculo do valor da participação acionária. Ou seja, tal material não pode ser equiparado a um documento técnico para fins de avaliação. Além disso, também é posterior ao investimento realizado e, portanto, não serve como justificativa para a decisão de investimento da Vitória Asset.

72. Como se viu, diferentemente do alegado pela defesa, o material indicado como base para a decisão de investimento do Fundo não é suficiente para ser considerado como tal. Ao menos não corresponde ao que se deve esperar de um gestor que atue dentro de padrões de diligência e lealdade condizentes com sua função.

73. Neste caso, a decisão de investimento merece atenção ainda mais especial, e isso por duas razões.

74. A primeira, é porque o Fundo foi constituído com a finalidade específica de realizar investimento relevante na Multiner. Ou seja, é de se esperar que se ofereça aos cotistas conforto suficiente com relação aos termos do investimento. No entanto, a defesa não foi capaz de demonstrar minimamente que o gestor reuniu informações suficientes para amparar a decisão de investimento.

75. Em segundo lugar, além de único investimento do Fundo, a operação que de investimento na Multiner envolvia conflito de interesse, conforme já explicado. A ausência de qualquer justificativa da racionalidade econômica do negócio, bem como de qualquer formalização mínima de um processo decisório, em caso como o que se analisa, também são indícios contundentes de fraude.

76. E não é só. A análise feita pela Acusação dos poucos elementos apresentados pela Vitória Asset trouxe ainda mais indícios de que a operação de investimento no Fundo na Multiner foi intencionalmente sobreavaliada, prejudicando o Fundo em benefício dos demais acionistas da Companhia.

77. A gestora, por sua vez, não foi capaz de trazer qualquer demonstração suficiente de que, à época, avaliou o negócio de forma diligente e entendeu que o valor adotado



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

seria justificável e conveniente. Os documentos por ela apresentados, pelo contrário, não demonstram a realização de qualquer análise hígida do negócio para subsidiar a decisão.

78. Diante desse cenário, entendo que há elementos suficientes a demonstrar que a Vitória Asset praticou fraude valendo-se de (i) artifício – i.e. avaliação superestimada da Multiner; (ii) para manter terceiros em erro – i.e. cotistas do Fundo e, em última análise, os beneficiários das entidades de previdência complementar; (iii) para beneficiar terceiros – i.e. os acionistas originais da Multiner, que não foram diluídos na proporção que deveriam ter sido caso a precificação estivesse adequada.

79. As alegações trazidas pela Vitória Asset em sede de defesa são insuficientes para afastar essa conclusão, conforme detalhado a seguir. Primeiro, a gestora alega que não haveria comprovação de dolo, nem do benefício por ela auferido, o que afastaria a configuração de fraude.

80. Entendo, contudo, que o dolo restou suficientemente demonstrado. Não há dúvidas de que a gestora intencionalmente conduziu o investimento do Fundo na Multiner, sem qualquer embasamento para a avaliação realizada. Com relação à não comprovação do benefício auferido, relembro que ela é desnecessária para fins de imposição de responsabilidade administrativa, bastando que se demonstre o objetivo de beneficiar terceiros, que ficou bastante claro neste caso.

81. A gestora também alega que o investimento ter sido realizado em ações preferenciais resgatáveis garantia segurança aos cotistas no investimento, pois possuía natureza de renda fixa.

82. Contudo, a Vitória Asset não demonstrou ter realizado qualquer análise da recuperabilidade do investimento ou da capacidade de pagamento da Companhia, o que seria esperado em caso de qualquer investimento cujo retorno dependesse de análise de crédito. Evidentemente, o valor mobiliário oferecer determinado rendimento não significa que o emissor será capaz de entregá-lo. É necessária uma análise econômica sob essa perspectiva, o que não ocorreu sequer minimamente *in casu*. Conforme exposto acima, a Vitória Asset não apresentou qualquer comprovação hábil de ter avaliado a Companhia, seja sob a perspectiva de investimento em capital ou em dívida.

83. Por fim, a constatação de que os investidores do FIP Multiner eram “*super qualificados*” e com “*know-how para avaliar todo e qualquer tipo de investimento*” também não afasta a ocorrência de fraude. Isso porque, conforme expostos no item 34 e 45 acima, os gestores não podem participar da implementação de operações ilícitas 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

ativos superavaliados simplesmente porque os investidores sabiam ou solicitaram que isso fosse feito. Especialmente nos casos em que os cotistas são entidades de previdência complementar, nos quais não são os titulares dos recursos que tomam as decisões sobre a utilização respectiva utilização.

84. Ante o exposto, entendo que existem elementos suficientes para a condenação da Vitória Asset pela participação na operação fraudulenta.

Atuação de José Augusto dos Santos

85. José Augusto dos Santos era controlador indireto da Vitória Asset (por meio do Banco BVA) e um dos principais acionistas da Multiner à época dos fatos. Segundo a Acusação, 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.”*

86. Em sua defesa, José Augusto alega que a SIN estaria buscando uma *“responsabilização objetiva”*, pois teria assumido (i) a ocorrência de fraude pela simples existência de um conflito de interesses potencial; e (ii) a participação do acusado na referida fraude. Sobre o mérito do investimento do FIP Multiner na Companhia, suas alegações reproduziram as da Vitória Asset.

87. Pelas razões expostas acima nos itens 54 a 83 aos quais remeto por brevidade, entendo que a Acusação reuniu elementos suficientes para demonstrar que a operação ocorreu de forma fraudulenta, prejudicando os cotistas do Fundo.

88. No tocante à responsabilização de José Augusto dos Santos, entendo que a SIN reuniu elementos para demonstrar que ele participou ativamente da referida operação e, conseqüentemente, da fraude perpetrada. Isso porque há nos autos depoimentos que mostram que José Augusto dos Santos atuou na captação de recursos para a Companhia tanto do lado da Vitória Asset, por meio do Banco BVA, quanto do lado da própria Multiner.



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

89. O relatório da investigação do FIP Multiner realizada no âmbito do INFRAPREV³¹ (cotista) contém depoimentos que demonstram essa participação de forma cristalina.

90. Primeiro, o depoimento do próprio José Augusto³² contém trechos que revelam essa participação, a saber:

- (i) O acusado relatou que “[d]esde de 2008 a Multiner tentava abrir seu capital (IPO) e em razão das condições desfavoráveis de mercado à época, isso não foi possível. Dessa forma, como alternativa foi estruturado o FIP Multiner para que pudessem ser injetados recursos na CIA”;
- (ii) O acusado relatou que “como sócio e conselheiro (CA) da Multiner, participou da aprovação do conceito da estruturação do FIP Multiner e que não era executivo da empresa, participando apenas do CA da Multiner”;
- (iii) O acusado afirmou que “[q]ue lembra que o Banco BVA tinha contatos com o INFRAPREV e que participou na Avenida Almirante Barroso de uma das apresentações do FIP Multiner que envolvia aspectos de ordem técnica, financeira e jurídica e que a Planner e a Vitória Asset participaram dessa apresentação, bem como Sr. [J.B.] que era então Presidente da Multiner”;
- (iv) O acusado afirmou que teve contato com o investimento “desde o início da concepção do FIP, e que essa atuação no investimento se deu a partir de sua participação no conselho de administração da Multiner, quando os executivos do setor financeiro da empresa apresentaram o FIP como alternativa para capitalização da empresa, tendo em vista que o IPO não se concretizou”; e
- (v) Ao ser questionado se trabalhava para fundos de pensão, o acusado “informou que sim, na qualidade de Presidente do Banco BVA, e depois em razão do FIP Multiner. E que se recorda que a equipe do seu Banco trabalhava com praticamente todos os fundos de pensão, no sentido de buscar a captação nos recursos de investimentos e que participava de eventos de apresentação dentre outros”.

91. Ainda que não seja necessário, diante da clareza do depoimento do próprio acusado, pode-se mencionar outros dois depoimentos a corroborar que José Augusto dos

³¹ Doc. SEI 0968195.

³² Doc. SEI 0968195, págs. 308-313



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

Santos estava diretamente envolvido na realização do investimento do Fundo na Multiner, atuando nos dois lados da operação.

92. C. F. A. D., diretor superintendente da INFRAPREV à época dos fatos, afirmou que foi informado sobre a possibilidade de investimento no FIP Multiner por meio de um “contato pelo INFRAPREV da área financeira do Banco BVA solicitando o agendamento de uma visita para apresentação do projeto da Multiner S/A, uma CIA que estava em oferta pública. O contato institucional ocorreu por meio do Diretor Presidente do BVA, Sr. José Augusto e que então solicitou uma apresentação no âmbito da Diretoria e com técnicos da INFRAPREV, momento em que foi apresentado o projeto. Que se recorda, especialmente da apresentação técnica do Sr. [J.A.], componente da estrutura de governança da CIA Multiner, e que era responsável pelo tema de energia elétrica do grupo”.³³

93. Humberto Lima afirmou que “não participou [da captação nos Fundos de Pensão do 1º aporte do FIP Multiner], que não sabe informar, que acredita que essa captação tenha sido liderada pelo Sr. José Augusto, então sócio da Multiner ou uma empresa por ele contratado”³⁴.

94. Ante o exposto, entendo que existem elementos suficientes para a condenação de José Augusto dos Santos pela realização de operação fraudulenta.

Atuação de Humberto Lima

95. Humberto Lima ocupou o cargo de diretor responsável da Vitória Asset entre 18.02.2009 e 01.07.2011. Segundo a Acusação, ele deve ser responsabilizado pela prática de operação fraudulenta por ter participado do processo inicial de investimento do Fundo na Multiner S.A. – que ocorreu entre dezembro de 2008 e dezembro de 2009 – bem como por ter participado da estruturação do FIP Multiner.

96. Em sua defesa, o Acusado alega que não poderia ser responsabilizado, pois, quando assumiu o cargo de diretor responsável, a decisão de investimento na Companhia já havia sido tomada e o *valuation* definido. Ou seja, ele não teria participado do ato que a SIN entendeu ser fraudulento, mas apenas executado uma decisão previamente tomada por outros – i.e. Vitória Asset e cotistas. Portanto, “[s]e houve (i) *ardil ou artifício*; (ii) *indução ou manutenção de terceiros em erro*; e (iii) *intenção de obter vantagem ilícita*

³³ Doc. SEI 0968195, págs. 288 a 300.

³⁴ Doc. SEI 0968195, págs. 288 a 300.



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

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”.

97. Concordo com a defesa ao afirmar que a Acusação não trouxe evidências suficientes de que o acusado participou de forma relevante da estruturação do Fundo antes de assumir o cargo de diretor responsável. A juntada, pela Acusação, de um único e-mail enviado por Humberto sobre a estruturação do FIP Multiner³⁵ é insuficiente para esse fim.

98. Contudo, isso não afasta a responsabilidade de Humberto Lima. O Acusado de fato participou de parte relevante da captação de recursos pelo Fundo e do investimento na Multiner. Ao realizar tais atividades, conforme exposto na seção I, acima, o acusado não poderia simplesmente implementar uma decisão tomada pouco antes de assumir o cargo, sem qualquer tipo de questionamento. Na qualidade de diretor responsável da gestora, seus deveres de assegurar o cumprimento da regulação exigem que ele não atue como mero executor passivo de decisões já tomadas.

99. Não é aceitável que o diretor responsável de uma gestora concorde em captar recursos de entidades de previdência complementar e aplicar em uma companhia, em cumprimento a uma decisão anteriormente tomada sem qualquer formalização, embasamento ou justificativa. E mais: o acusado não pode simplesmente alegar que desconhecia o que estava ocorrendo durante sua própria gestão, isto é, que ele apenas praticou atos sem conhecer minimamente suas explicações e fundamentos.

100. No meu entendimento, tamanha passividade só pode ser explicada pela colaboração direta ou omissão intencional diante da fraude, caracterizando, no mínimo dolo eventual. Sendo assim, entendo que a atuação de Humberto Lima foi essencial para a concretização do esquema.

101. Quanto aos demais argumentos de mérito trazidos por Humberto Lima no sentido de que (i) o investimento em ações resgatáveis protegia os acionistas; e (ii) não houve reclamação dos cotistas, remeto aos itens 54 a 84, acima, por brevidade.

102. Ante o exposto, entendo que existem elementos suficientes para a condenação de Humberto Lima pela participação na operação fraudulenta.

³⁵ Doc. SEI 0968195, págs. 302 a 307.



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

III.C. Atuação da Planner, Carlos Arnaldo Souza e Eduardo Montalban.

103. A Planner S.A., que é administradora do FIP Multiner desde novembro de 2008 e gestora de novembro de 2011 a janeiro de 2016, bem como seus diretores responsáveis Carlos Arnaldo (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 terem permitido a realização de 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 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.

104. Desde logo antecipo minha conclusão no sentido de que a Acusação reuniu elementos suficientes para a condenação da Planner e de Carlos Arnaldo pela coparticipação na prática de operação fraudulenta. Contudo, não há elementos suficientes para a condenação de Eduardo Montalban a esse respeito. Em relação à imputação pela ausência da documentação relativa às operações do Fundo, entendo que é o caso de absolvição dos três acusados.

78. Contudo, antes de tratar individualmente da conduta de cada um destes acusados farei uma breve recapitulação dos fatos mais relevantes para análise da conduta da Planner e dos seus diretores, que não foram mencionados na seção III.B. acima³⁶.

79. A Planner assumiu a administração do Fundo em 27.11.2008, logo após o início da distribuição das cotas do fundo de investimento. As subscrições de cotas e aportes na Companhia ocorridos entre dezembro de 2008 e dezembro de 2009 estão indicados nas tabelas do item 50, acima.

80. Em 20.05.2011, a Deloitte emitiu laudo de avaliação, precificando a Multiner em de R\$ 199,407 milhões. Em novembro de 2011, a Vitória S.A. foi destituída pelos cotistas e a Planner passou a concentrar as funções de administradora e gestora.

105. 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 acionistas na Companhia, conforme previstos no Contrato de Reorganização.

³⁶ Tais fatos estão detalhados no Relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

106. Em 2012, em virtude da Reorganização, foram elaborados três laudos de avaliação que contemplavam os ativos da Multiner - pela E&Y, Deloitte e Baker Tilly - cujos valores atribuídos à Companhia estão indicados na figura constante do item 62 acima.

107. Em 2014, o Contrato de Reorganização foi aditado e, dentre outras alterações, as ações resgatáveis do FIP Multiner foram convertidas em ações ordinárias, de modo que o Fundo renunciou ao direito de pedir a remuneração do preço de emissão corrigido IGP-M + 9,5% a.a.

108. Para a realização da Reorganização, o FIP recebeu novos aportes e injetou recursos na Companhia. As tabelas a seguir detalham o fluxo dos investimentos no período:

APORTES DOS COTISTAS NO FIP MULTINER ³⁷				
COTISTA	DATA DE SUBSCRIÇÃO E INTEGRALIZAÇÃO	VALOR DA COTA DE APLICAÇÃO	VALOR DE APLICAÇÃO	QUANTIDADE
FACEB-FUNDAÇÃO DE PREVIDÊNCIA DOS EMPREGADOS DA CEB	11/4/2012	R\$ 1.536.373,52	R\$ 1.557.492,19	1,0304
	28/5/2012	R\$ 1.570.516,98	R\$ 1.333.037,78	0,8819
	18/7/2012	R\$ 1.601.571,23	R\$ 1.564.664,65	1,0352
	20/8/2012	R\$ 1.626.745,46	R\$ 1.462.458,60	0,9675
	18/2/2014	R\$ 1.523.563,92	R\$ 66.327,56	0,0439
	15/7/2014	R\$ 1.521.023,38	R\$ 18.139.648,20	12,0009
	12/9/2014	R\$ 1.520.262,09	R\$ 169.612,87	0,1122
FUNDAÇÃO CELESC DE SEGURIDADE SOCIAL - CELOS	31/8/2015	R\$ 1.515.512,57	R\$ 64.050,17	0,0424
	28/8/2013	R\$ 1.526.090,09	R\$ 68.699.521,46	45,4506
	31/8/2015	R\$ 1.515.512,57	R\$ 125.967,43	0,0833
	6/5/2016	R\$ 1.512.113,85	R\$ 141.877,81	0,0939
	10/4/2015	R\$ 1.517.240,37	R\$ 23.773,37	0,0157
	13/5/2015	R\$ 1.516.856,19	R\$ 65.986,27	0,0437
	9/6/2015	R\$ 1.516.587,69	R\$ 65.997,91	0,0437
	10/7/2015	R\$ 1.516.136,29	R\$ 66.017,56	0,0437
	31/8/2015	R\$ 1.515.512,57	R\$ 406,60	0,0003
	6/5/2016	R\$ 1.512.088,13	R\$ 458,28	0,0003
	28/8/2013	R\$ 1.526.090,09	R\$ 10.525.450,68	6,9635
	18/2/2014	R\$ 1.523.563,92	R\$ 147.577,99	0,0976
	12/9/2014	R\$ 1.520.262,09	R\$ 93.030,40	0,0615
	11/2/2015	R\$ 1.520.262,09	R\$ 65.838,52	0,0436
	10/3/2015	R\$ 1.517.648,10	R\$ 65.951,81	0,0436
10/4/2015	R\$ 1.517.240,37	R\$ 42.196,12	0,0279	
31/8/2015	R\$ 1.515.512,57	R\$ 20.059,67	0,0133	
6/5/2016	R\$ 1.512.113,85	R\$ 22.593,90	0,0149	
FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS - FUNCEF	11/4/2012	R\$ 1.536.373,52	R\$ 21.259.907,32	14,0653
	28/5/2012	R\$ 1.570.516,98	R\$ 18.196.084,45	12,0383
	18/7/2012	R\$ 1.601.571,23	R\$ 21.357.811,75	14,1300
	20/8/2012	R\$ 1.626.745,46	R\$ 19.962.690,08	13,2070
	17/2/2014	R\$ 1.523.563,92	R\$ 908.107,77	0,6008
	11/9/2014	R\$ 1.520.262,09	R\$ 1.127.399,83	0,7459
	7/10/2015	R\$ 1.515.126,92	R\$ 418.712,02	0,2770
6/5/2016	R\$ 1.512.120,25	R\$ 470.693,65	0,3114	
FUNDAÇÃO REDE FERROVIÁRIA DE	11/4/2012	R\$ 1.536.373,52	R\$ 10.751.720,43	7,1132
	28/5/2012	R\$ 1.570.516,98	R\$ 9.202.260,81	6,0881
	18/7/2012	R\$ 1.601.571,23	R\$ 10.801.233,36	7,1459

³⁷ Cf. Tabela 2 – Aportes realizados no FIP entre 31.12.2008 e 06.5.2016 do Termo de Acusação.



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

SEGURIDADE SOCIAL - REFER	20/8/2012	R\$ 1.626.745,46	R\$ 10.095.681,93	6,6792
	17/2/2014	R\$ 1.523.563,92	R\$ 395.146,73	0,2614
	15/7/2014	R\$ 1.521.023,38	R\$ 56.352.612,44	37,2821
	11/9/2014	R\$ 1.520.262,09	R\$ 761.675,56	0,5039
	7/10/2015	R\$ 1.515.126,92	R\$ 286.218,66	0,1894
	6/5/2016	R\$ 1.512.113,82	R\$ 321.754,11	0,2129
GOVERNANCA FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	17/10/2013	R\$ 1.034.586,71	R\$ 4.534.557,11	3,0000
	17/10/2013	R\$ 1.034.586,72	R\$ 3.023.038,07	2,0000
	17/10/2013	R\$ 1.051.874,01	R\$ 4.534.557,11	3,0000
	17/2/2014	R\$ 1.523.563,92	R\$ 48.613,70	0,0322
	11/9/2014	R\$ 1.520.262,09	R\$ 60.353,07	0,0399
	16/9/2015	R\$ 1.515.537,64	R\$ 22.409,77	0,0148
INSTITUTO INFRAERO DE SEGURIDADE SOCIAL - INFRAPREV	6/5/2016	R\$ 1.512.113,85	R\$ 25.197,78	0,0167
	11/4/2012	R\$ 1.536.373,52	R\$ 16.303.426,46	10,7861
	28/5/2012	R\$ 1.570.516,98	R\$ 13.953.895,51	9,2317
	18/7/2012	R\$ 1.601.571,23	R\$ 16.378.505,74	10,8358
	20/8/2012	R\$ 1.626.745,46	R\$ 15.308.639,23	10,1280
	17/2/2014	R\$ 1.523.563,92	R\$ 577.175,98	0,3819
	15/7/2014	R\$ 1.521.023,38	R\$ 19.969.940,55	13,2118
	11/9/2014	R\$ 1.520.262,09	R\$ 812.627,61	0,5376
METRUS INSTITUTO DE SEGURIDADE SOCIAL	31/8/2015	R\$ 1.515.512,57	R\$ 302.911,14	0,2004
	6/5/2016	R\$ 1.512.113,81	R\$ 340.603,61	0,2253
	16/10/2013	R\$ 1.525.212,27	R\$ 14.105.086,47	9,3317
	17/2/2014	R\$ 1.523.563,92	R\$ 36.461,57	0,0241
	11/9/2014	R\$ 1.520.262,09	R\$ 70.299,19	0,0465
PETROS - FUNDAÇÃO PETROBRAS DE SEGURIDADE SOCIAL	31/8/2015	R\$ 1.515.512,57	R\$ 26.102,27	0,0173
	6/5/2016	R\$ 1.512.113,38	R\$ 29.350,98	0,0194
	11/4/2012	R\$ 1.536.373,52	R\$ 25.698.621,43	17,0019
	28/5/2012	R\$ 1.570.516,98	R\$ 21.995.123,42	14,5517
	18/7/2012	R\$ 1.601.571,23	R\$ 25.816.966,67	17,0801
	20/8/2012	R\$ 1.626.745,46	R\$ 24.130.566,86	15,9644
	17/2/2014	R\$ 1.523.563,92	R\$ 994.138,89	0,6577
	15/7/2014	R\$ 1.521.023,38	R\$ 57.499.182,13	38,0407
	11/9/2014	R\$ 1.520.262,09	R\$ 1.510.829,87	0,9995
POSTALIS INSTITUTO DE SEGURIDADE SOCIAL DOS CORREIOS E TELEGRÁFOS	7/10/2015	R\$ 1.515.126,92	R\$ 564.518,21	0,3735
	6/5/2016	R\$ 1.512.113,85	R\$ 634.605,54	0,4198
	11/4/2012	R\$ 1.536.373,52	R\$ 6.886.758,39	4,5562
	12/4/2012	R\$ 1.537.279,32	R\$ 15.914.918,00	10,5291
	28/5/2012	R\$ 1.570.516,98	R\$ 19.523.695,77	12,9166
	18/7/2012	R\$ 1.601.571,23	R\$ 22.916.107,03	15,1610
REGIUS SOCIEDADE CIVIL DE PREVIDÊNCIA PRIVADA	20/8/2012	R\$ 1.626.745,46	R\$ 21.419.195,40	14,1706
	17/2/2014	R\$ 1.523.563,92	R\$ 42.537,00	0,0281
	11/9/2014	R\$ 1.520.262,09	R\$ 52.808,92	0,0349
	8/9/2015	R\$ 1.515.409,05	R\$ 19.608,63	0,0130
CAIXA PREVIDÊNCIA E ASSISTÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DA AMAZONIA SA	6/5/2016	R\$ 1.512.113,85	R\$ 22.047,08	0,0146
	31/10/2013	R\$ 1.525.001,04	R\$ 5.947.652,22	3,9349
	18/2/2014	R\$ 1.523.563,92	R\$ 14.475,82	0,0096
	11/9/2014	R\$ 1.520.262,09	R\$ 29.638,39	0,0196
	2/9/2015	R\$ 1.515.519,47	R\$ 1.663,73	0,0011
	2/9/2015	R\$ 1.515.519,47	R\$ 7.306,99	0,0048
	2/9/2015	R\$ 1.515.519,47	R\$ 2.033,60	0,0013
ELETRA FUNDACAO CELG DE SEGUROS E PREVIDÊNCIA	10/5/2016	R\$ 1.512.111,79	R\$ 12.373,66	0,0082
	16/10/2013	R\$ 1.525.212,27	R\$ 5.156.557,77	3,4115
	17/2/2014	R\$ 1.523.563,92	R\$ 13.329,68	0,0088
	11/9/2014	R\$ 1.520.262,09	R\$ 25.700,09	0,0170
	1/9/2015	R\$ 1.515.495,38	R\$ 9.543,13	0,0063
6/5/2016	R\$ 1.512.112,60	R\$ 10.730,61	0,0071	

109. Em 26.01.2016, a Vinci assumiu a gestão do Fundo em substituição à Planner, que continuou como administradora. A pedido da nova gestora, a PwC emitiu laudo de avaliação, com data-base 31.12.2015, por meio do qual atribuiu à Multiner S.A. o valor



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

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.

110. Diante dos fatos elencados pela Acusação, entendo que, para fins de análise, a acusação de atuação fraudulenta da Planner pode ser dividida em dois momentos principais. O primeiro foi o dos investimentos iniciais realizados pelo Fundo na Multiner, durante a gestão da Vitória Asset. O segundo, a partir da emissão do primeiro laudo da Deloitte, em que a Planner não reprecificou as cotas do Fundo e permitiu que novos aportes no FIP Multiner e na Companhia fossem realizados com base em avaliação equivocada, no âmbito da Reorganização.

111. Para fins de clareza, tratarei desses dois momentos separadamente.

Investimento inicial do Fundo na Multiner

112. Com relação ao investimento inicial na Multiner, a Planner e seus diretores alegam, em síntese, que quando esta assumiu a posição de administradora do Fundo, a decisão de investir na Multiner já tinha sido tomada e com ampla participação dos cotistas, os quais tinham todas as informações necessárias para tanto. Assim, entendem que “[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”. Nessa linha, a Planner teria sido mera executora de uma decisão já tomada.

113. Contudo, tal alegação é insuficiente para eximir a Planner de responsabilidade. Conforme exposto acima, os prestadores de serviço dos fundos são importantes *gatekeepers* e devem atuar sempre dentro de padrões de diligência e lealdade condizentes com seus deveres perante o fundo.

114. Neste sentido, apenas podem assumir tais funções aqueles que atendem determinados requisitos que, no entendimento da CVM, trarão maior segurança de que as obrigações previstas na regulação dos fundos de investimento serão cumpridas. Logo, os prestadores de serviço dos fundos não podem ocupar apenas *formalmente* suas posições, mas sim sempre buscar cumprir *substancialmente* seus deveres. Conforme já decidido por este Colegiado:

“97. A administração fiduciária e a administração de carteira de valores mobiliários são atividades reguladas, cujo exercício é restrito às pessoas autorizadas na forma da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

regulamentação da CVM. Ora, na perspectiva da CVM, **é evidente que o administrador de carteira registrado não pode agir simplesmente como interposta pessoa a fim de permitir que um terceiro que não possui autorização para gerir carteira de fundos o faça indiretamente.**³⁸ (grifei)

115. Portanto, omitir-se deliberadamente diante de suas atribuições pode ser essencial para viabilizar fraudes e evidenciar coparticipação na irregularidade. Isso porque, ao ocupar uma posição necessária para que o fundo possa funcionar, mas, ao mesmo tempo, não agir de acordo com as responsabilidades a ela inerentes, o agente faz com que os limites que deveria impor deixem de existir na prática. Ora, se o FIP Multiner não encontrasse prestadores de serviço dispostos a se omitir diante de uma operação fraudulenta de investimento superestimado esse não teria como operar dessa forma. Para que o sistema funcione, portanto, esse tipo de conduta não pode ser admitido³⁹.

116. Feitas essas considerações, entendo que a Acusação logrou demonstrar que a Planner e Carlos Arnaldo se omitiram de forma deliberada diante de suas atribuições. Isso porque, ao serem questionados sobre o assunto no âmbito da investigação, confessaram que não possuíam qualquer documento que subsidiasse, minimamente, a operação feita pela gestora.

117. Os únicos documentos apresentados pela Planner durante a investigação sobre o tema⁴⁰ foram: (i) uma apresentação denominada “*Relatório de Avaliação Econômico-Financeira*” que mais se assemelha a material publicitário da Companhia para fins de captação, sem quaisquer elementos indicativos de verdadeira avaliação econômico-financeira; e (ii) uma planilha denominada “*Modelo de Avaliação Econômica da Sociedade Investida*”, que a Planner sequer conseguiu identificar quem havia enviado, quando e qual era seu grau de confiabilidade, tratando-se apenas de um documento salvo na máquina de um funcionário sem qualquer tipo de contextualização⁴¹.

118. Em outras palavras, a Planner não conseguiu apresentar documentação que indicasse os elementos econômico-financeiros considerados quando da decisão de investimento – vale dizer, do único investimento do Fundo.

119. Aliás, as manifestações dos acusados durante a investigação foram justamente no sentido de que eles simplesmente não precisavam de qualquer demonstração de que o

³⁸ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 02/2013, Rel. Diretor Gustavo Gonzalez, j. 22.01.2019.

³⁹ Em sentido semelhante, confira-se o voto do então presidente Marcelo Trindade no âmbito do PAS CVM nº RJ2005/8510, j. 04.04.2007.

⁴⁰ Doc. SEI 0964279; 0964224; 0964279; 0967346.

⁴¹ Conforme consta do Termo de Acusação, parágrafos 39 a 41.



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

investimento dos recursos dos cotistas fora decidido de forma hígida, pois cabia à Planner apenas executar a decisão já tomada pelos cotistas e pela Vitória Asset.

120. Apenas a título de exemplo, é possível mencionar as seguintes passagens das respostas aos ofícios da SIN que demonstram a postura deliberadamente omissa dos acusados:

- (i) “A Planner assumiu a função de administradora do Fundo apenas em 27.11.2008, data bem próxima a aquisição de ações da Multiner não possuindo, portanto, maiores informações acerca do processo de negociação, datas, locais e pessoas envolvidas”⁴²; (grifei)
- (ii) “Os procedimentos para a efetiva tomada da decisão de investimento inicial em Multiner, bem como as diligências empregadas para a validação de tal decisão, foram implementados, a época, pela Vitória Asset, gestora do FIP Multiner quando de sua constituição. Portanto, as respectivas informações e documentos não foram elaboradas pela Planner, devendo ser requisitadas a quem de direito”⁴³; (grifei)
- (iii) “Logo, todos 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. Da mesma forma, tais cotistas tinham todos os instrumentos e prerrogativas para acompanhar a evolução do investimento inicial (o que de fato acontecem, e muito, no caso do FIP Multiner)”⁴⁴; (grifei)
- (iv) “Enquanto administradora do FIP Multiner e diretor responsável por tal atividade, respectivamente, não poderiam a Planner e Carlos Arnaldo (i) desrespeitarem as disposições do Regulamento vigente quando a Planner assumiu suas funções; e nem querer (ii) alterar o ativo-alvo especificado no referido Regulamento, que somente poderia ser modificado pelos cotistas, reunidos em assembleia geral, nos termos do seu Artigo 23, IP”⁴⁵; (grifei)

⁴² Doc. SEI 0964279 – grifei.

⁴³ Doc. SEI 0964279 – grifei.

⁴⁴ Doc. SEI 1137971.

⁴⁵ Doc. SEI 0967346.



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

121. Sobre o argumento de que os cotistas tinham plena consciência e queriam investir na Multiner nos termos econômicos (a avaliação feita), apresentado durante a investigação e na defesa, dois pontos merecem destaque.

122. Primeiro, não há qualquer prova de que os todos os cotistas tinham todas as informações sobre como a avaliação da Multiner foi feita e conscientemente concordaram com ela. Os únicos documentos apresentados pelos acusados em suas defesas referentes ao período em questão foram o (i) termo de ciência de risco assinado pela INFRAPREV⁴⁶ e (ii) quatro atas de assembleias gerais de cotistas⁴⁷, sendo que em apenas uma delas todos os cotistas estavam presentes.

123. O termo de ciência de risco é um documento padrão cuja finalidade é alertar o cotista sobre os principais riscos aos quais está sujeito ao investir no fundo. Evidentemente, ao assinar o termo, o investidor não atesta que, por ter condições de avaliar os prós e contras do investimento, está anuindo com eventual avaliação superestimada do ativo. Até porque, a assinatura de tal termo não faz com que o administrador e o gestor simplesmente deixem de ter a responsabilidade de analisar com diligência e lealdade os ativos adquiridos pelo Fundo.

124. As atas de assembleia geral de cotistas juntadas pelos Acusados de fato indicam um acompanhamento da Companhia pelos cotistas. Isto é, que recebiam informações sobre os projetos, cronogramas e planejamento da Multiner. Contudo, não há nada nas atas que denote que os cotistas concordaram com a avaliação utilizada no investimento e tinham ciência do conflito de interesses entre a gestora e a companhia investida.

125. Segundo, ainda que houvesse conhecimento dos dirigentes das entidades de previdência representando os cotistas sobre a avaliação artificial da Companhia, os beneficiários estariam sendo mantidos em erro pela realização de investimentos totalmente superestimados, conforme exposto no item 40, acima. A administradora tinha o dever de agir para que isso não ocorresse.

126. Ou seja, a Planner se dispôs a atuar em um Fundo criado para investir numa empresa cujo principal acionista era também controlador da gestora, sem ter qualquer informação ou documento para confirmar a qualidade do processo decisório. Após assumir a administração, permitiu que fossem captados mais de 400 milhões de diversas entidades de previdência complementar e que tais recursos fossem injetados na Multiner

⁴⁶ Doc. SEI 1137971.

⁴⁷ Doc. SEI 1137971.



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

sem ter acesso a qualquer documento indicasse a higidez a operação e do respectivo processo decisório. E fez isso não obstante fosse sua obrigação guardar tais documentos e, portanto, verificar se, ao menos, estes existiam, conforme previsto no art. 14, inciso I, “f”, da ICVM 391.

127. Tal atuação, no meu entendimento, vai muito além de um caso grave de negligência. Isso porque demonstra que a Planner deliberadamente permitiu que as operações do FIP Multiner fossem conduzidas à sua revelia e sem qualquer tipo de supervisão, o que caracteriza dolo eventual. Não se trata apenas de falhas procedimentais e de monitoramento, mas sim de um modelo de negócios que assume o risco da ocorrência de diversas fraudes no fundo administrado. Logo, a Planner proporcionou, com sua postura omissa, a obtenção de vantagens ilícitas por parte do controlador da gestora e acionista da Multiner, o acusado José Augusto dos Santos.

128. Com relação a Carlos Arnaldo, entendo que a conclusão não pode ser diferente. Ele ocupou o cargo de diretor responsável durante o período em questão e não há nada nos autos que permita diferenciar sua conduta daquela da própria Planner. O acusado não indicou providência que tenha adotado para que a Planner fiscalizasse de forma efetiva os investimentos realizados pelo FIP Multiner.

129. Muito pelo contrário: suas manifestações indicam que ele também atuou de forma deliberadamente omissa em relação aos deveres inerentes à administração fiduciária de fundos de investimento. Sua atuação como diretor responsável, portanto, reflete o modelo de negócios da Planner.

130. Eduardo Montalban, por sua vez, não ocupava qualquer cargo à época do investimento inicial do Fundo na Multiner. Portanto, com base no conjunto fático-probatório trazido aos autos, não é possível imputar a ele as condutas ora descritas.

Ausência de reprecificação das cotas do FIP Multiner (2011 a 2016)

131. Posteriormente à realização do investimento inicial do Fundo na Multiner, a Acusação entende que a Planner continuou agindo em coparticipação na fraude ao não reprecificar a carteira do Fundo para refletir o real valor das ações da Companhia, especialmente após a emissão do laudo da Deloitte, em maio de 2011, que mostrou uma distância significativa em relação ao valor inicialmente utilizado para o investimento. Isso teria feito com que a Planner recebesse remuneração superior à que faria jus se os ativos estivessem corretamente avaliados.



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

132. Além disso, em novembro de 2011 a Planner assumiu a gestão do Fundo e, segundo a Acusação, conduziu a Reorganização, que fez com que mais recursos fossem aportados na Companhia de acordo com uma avaliação equivocada, resultou na renúncia de direitos do Fundo, como a possibilidade de resgatar as ações preferenciais corrigidas com valor corrigido pelo IGPM+ 9,5% a.a.

133. Em sua defesa, os acusados apoiam-se basicamente na alegação de que o FIP Multiner possuía uma estrutura *sui generis*, na qual os cotistas tinham amplos poderes decisórios, de modo que eles participaram da negociação das operações realizadas pelo Fundo e concordavam com a precificação das cotas tal como realizada pela Planner, a qual estava de acordo com o Regulamento e com a Lei. Isso porque, até a conclusão da Reorganização, os cotistas entendiam que não seria “*conveniente*” modificar a avaliação dos ativos da carteira do Fundo. Assim, não haveria terceiros sendo mantidos em erro pela manutenção das ações contabilizadas pelo custo de aquisição.

134. Inicialmente, é necessário esclarecer que, diante dos fatos e informações existentes à época a Planner tinha sim o dever de ajustar o valor dos ativos constantes da carteira e, conseqüentemente, reprecificar as cotas do Fundo.

135. Durante todo o período contemplado por este PAS, os ativos da carteira do FIP Multiner foram avaliados pelo custo de aquisição o que, à primeira vista, está de acordo com a regulação vigente à época.

136. Explica-se. A ICVM 391, vigente à época, previa, em seu artigo 6º, inciso VIII, que o regulamento deveria dispor sobre a “*metodologia para determinação do valor de contabilização dos ativos do fundo, inclusive quanto aos critérios de provisionamento e baixa de investimentos*”, ou seja, não definia um critério de avaliação específico a ser adotado. O Regulamento do FIP Multiner, por sua vez, estabelecia, em seu artigo 32, parágrafo 4º que:

“Art. 32 (...)

Parágrafo Quarto - A metodologia de precificação dos Valores Mobiliários constantes da carteira do Fundo que não sejam negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado deverão ser avaliados a critério do Administrador, entre os seguintes:

I – Custo de aquisição;

II – Último valor patrimonial do título divulgado à CVM;

III – Valor econômico financeiro, a ser determinado por empresa independente especializada mediante laudo próprio; ou

IV – Nos casos de Valores Mobiliários resgatáveis, pelo custo de aquisição atualizado pela sua remuneração.”



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

137. Logo, o Regulamento do FIP Multiner permitia que os ativos da carteira fossem avaliados, a critério do administrador, pelo custo de aquisição.

138. Contudo, isso não significa que a Planner tenha agido de forma adequada ao adotar tal metodologia, especialmente após a emissão do laudo da Deloitte em 2011, que era um forte indicativo de que a sua precificação estava descolada do valor real das ações da Multiner, distorcendo, portanto, as demonstrações financeiras.

139. Nesse sentido, não obstante a previsão do artigo 32, parágrafo quarto, transcrita acima, o parágrafo primeiro do mesmo artigo estabelecia que: “*os ativos e passivos do fundo, inclusive sua carteira de investimentos, seguirá os princípios gerais da contabilidade, inclusive para eventual baixa de investimento.*”

140. À época dos fatos, referir-se a princípios gerais da contabilidade, significava tratar do *Pronunciamento Conceitual Básico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis*, o CPC 00, aprovado pela CVM por meio da Deliberação CVM nº 539, de 14 de março de 2008.

141. Dentre as diversas orientações trazidas pelo referido documento, vale destacar a explicitação de que as demonstrações financeiras devem fornecer informações úteis para que os grupos de usuários possam fazer avaliações e tomar decisões. Para tanto, é necessário que os responsáveis pela sua elaboração busquem sempre refletir a realidade de forma *fidedigna e tempestiva*, o que significa evitar que as demonstrações financeiras possuam distorções significativas. Caso contrário elas perdem completamente sua função.

142. Isso fica claro pela leitura da definição de diversos pressupostos básicos enunciados no CPC 00, tais como a *materialidade, confiabilidade, representação adequada, primazia da essência sobre a forma, prudência, integridade*. Para citar apenas um deles como exemplo, o princípio da primazia da essência sobre a forma estabelece que:

“[p]ara que a informação represente adequadamente as transações e outros eventos que ela se propõe a representar, é necessário que essas transações e eventos sejam contabilizados e apresentados de acordo com a sua substância e realidade econômica, e não meramente sua forma legal. A essência das transações ou outros eventos nem sempre é consistente com o que aparenta ser com base na sua forma legal ou artificialmente produzida”.

143. Ou seja, ainda que formalmente a contabilização das ações da Multiner estivesse adequada à luz do Regulamento, a Planner tinha diversos indícios (pelo menos 4 laudos diferentes) apontando que tais informações estavam totalmente equivocadas, isto é, que o valor das ações diferia significativamente do custo de aquisição constante das demonstrações financeiras.



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

144. Inclusive, em 2010, a incerteza com relação à avaliação das ações da Multiner S.A. fez com que o parecer dos investidores fosse emitido com ressalva, justamente pela ausência de qualquer elemento que fundamentasse o custo de aquisição indicado no ativo⁴⁸.

145. Ante o exposto, fica claro que não havia qualquer justificativa razoável para que a Planner mantivesse as ações da Multiner contabilizadas pelo custo de aquisição sem realizar qualquer estudo sobre a capacidade de pagamento de eventual pedido de resgate das ações e de geração de resultados por parte da Companhia. Diante dos laudos que indicavam inconsistências, a administradora deveria ter tomado medidas para apurar a situação e agir para que as demonstrações financeiras do fundo refletissem da forma mais fidedigna possível a situação econômica do FIP Multiner.

146. A alegação de que os cotistas - entidades de previdência complementar -, concordavam com a manutenção do ativo do Fundo naquele valor e entendiam que não seria conveniente realizar a reprecificação das cotas antes da conclusão da Reorganização não favorece os acusados. As demonstrações financeiras visam fornecer informações mais próximas o possível da realidade econômica de determinada entidade para diversos usuários, ou seja, não podem ser deliberadamente distorcidas em virtude de estipulações contratuais e da percepção de conveniência e oportunidade dos cotistas do Fundo. Os cotistas são livres para celebrar contratos e fazer acordos entre si e com fundo, não podem, contudo, definir qual a forma mais conveniente de refletir tais ajustes na contabilidade.

147. Isso é especialmente relevante neste caso, pois a distorção das demonstrações financeiras tinha a capacidade de camuflar a fraude inicialmente realizada por meio de um investimento superavaliado, inclusive perante os beneficiários das entidades de previdência complementar que investiram no Fundo. Ou seja, a distorção podia até ser aceita pelos representantes das referidas entidades, mas muito provavelmente contribuiu para que os reais titulares do patrimônio fossem mantidos em erro por mais tempo.

148. Ademais, não há qualquer evidência de que todos os cotistas, inclusive os que ingressaram após a celebração do Contrato de Reorganização, tais como a Fundação

⁴⁸ Confira-se a ressalva apostas pela KPMG nas demonstrações financeiras: “Para que a informação represente adequadamente as transações e outros eventos que ela se propõe a representar, é necessário que essas transações e eventos sejam contabilizados e apresentados de acordo com a sua substância e realidade econômica, e não meramente sua forma legal. A essência das transações ou outros eventos nem sempre é consistente com o que aparenta ser com base na sua forma legal ou artificialmente produzida.” (Doc. SEI 0967351, pg. 79)



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

CELESC de Seguridade Social – CELOS, por exemplo, sabiam da distorção existente na precificação das cotas e, mesmo assim, decidiram ingressar no Fundo. Inclusive, na ata da assembleia de geral de cotistas de 06.01.2014 que deliberou sobre a celebração do Primeiro Aditamento, a CELOS não estava presente.

149. Sendo assim, apesar de os acusados defenderem que os cotistas de “*forma geral*” eram contrários à reprecificação da carteira, não há qualquer evidência de que esse era o entendimento de todos os cotistas do Fundo. Se qualquer dos cotistas não está plenamente ciente da situação, ainda que sua participação no Fundo seja pouco representativa, já há irregularidade, pois o dever do administrador é justamente zelar para que todos os cotistas, sem exceção, estejam protegidos pelas normas aplicáveis ao fundo investido.

150. Sendo assim, entendo que a manutenção do custo de aquisição nas demonstrações financeiras foi um dos elementos que permitiu que a fraude inicialmente praticada demorasse para ser descoberta. Tal infração que a Planner também admite ter sido cometida e continuada de forma deliberada, também viabilizou a celebração do Contrato de Reorganização com base em avaliação equivocada, a despeito de ter sido assinado cerca de um ano depois do laudo da Deloitte que, para dizer o mínimo, foi um relevantíssimo sinal de alerta no sentido de que a avaliação deveria ter sido revisitada. Registre-se, inclusive, que cotistas originais aportaram mais recursos e que novos cotistas ingressassem no Fundo com base em premissas que, desde o início estavam equivocadas, em virtude da operação fraudulenta praticada pela Vitória Asset e viabilizada pela Planner.

151. A Planner e Carlos Arnaldo, portanto, neste segundo momento após o investimento inicial, continuaram atuando de forma deliberadamente omissa diante de suas responsabilidades, o que permitiu a perpetuação da fraude anteriormente praticada por meio de sua ocultação de diversos grupos de interessados.

152. Com relação aos benefícios auferidos pelos acusados, entendo que a Planner de fato auferiu taxas de administração superiores às que faria jus caso a reprecificação tivesse ocorrido. Isso porque a remuneração era cobrada com base em um percentual do patrimônio líquido, conforme previsto no artigo 3º do Regulamento do Fundo. Ou seja, ainda que tenha sido estabelecido um limite, que parte dos recursos recebidos pela Planner fosse utilizada para o pagamento de consultorias e que tenha havido um reajuste no ano de 2013, conforme alegado pela defesa, isso não altera o fato de que a base de cálculo



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

sempre esteve equivocada, independentemente de eventuais negociações acerca dos valores devidos.

153. Contudo, entendo importante registrar que em casos desta natureza, nos quais o administrador deliberadamente se omite diante de práticas fraudulentas, seu principal benefício usualmente não é a taxa de remuneração excessiva, mas sim sua permanência no cargo e o recebimento de qualquer remuneração para agir de forma omissa diante de suas atribuições. Isso porque esquemas desta natureza exigem profissionais dispostos a ocupar posições de fora meramente formal, sem efetivamente fiscalizar o fundo em que atuam e isso, em geral, é o que garante sua contratação e permanência ao longo do tempo.

154. Por fim, entendo que com relação à Eduardo Montalban, a conclusão é distinta. Durante seu período como diretor responsável, ele não agiu de forma correta ao não reprecificar a carteira do FIP Multiner. Ademais, ele também alegou ser possível que um prestador de serviço do fundo atue de forma meramente passiva atendendo aos desígnios dos cotistas, o que, pelas razões expostas ao longo deste voto, é inadmissível.

155. Contudo, tendo em vista que ele ingressou no Fundo apenas em 2013, após a fraude inicial ter ocorrido, não vislumbro elementos suficientes para que sua conduta seja qualificada como uma omissão dolosa, de modo suficientemente claro, para que se possa afirmar que ele coparticipou das fraudes objeto deste PAS. Especialmente porque a não reprecificação das cotas foi, em grande medida, uma continuação da fraude inicial, quando o primeiro investimento foi feito a um valor sobreavaliado.

156. Assim, embora seja possível que o acusado tenha compactuado com a ocultação da fraude e sua continuidade, entendo que sua não participação em diversos eventos relevantes para sustentar minha conclusão sobre a ocorrência de operação fraudulenta no âmbito do FIP Multiner, impede a formação de convicção pela sua condenação em conjunto com os demais acusados neste PAS, em relação aos quais o conjunto de indícios, fortes, consistentes e convergentes, é claro e demonstra práticas prolongadas e com consequências mais graves.

Violação art. 14, inciso I, “f”, da ICVM 391

157. Com relação à imputação de infração ao art. 14, inciso I, “f”, da ICVM 391 entendo que os Acusados devem ser absolvidos.

158. Isso porque a inexistência de documentos capazes de justificar a tomada de decisão por parte da gestora, bem como a avaliação adotada é justamente um dos



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

elementos que caracteriza a fraude. Como exposto ao longo deste voto, não havia documentação a ser guardada em perfeita ordem e esse é problema central no âmbito deste PAS, não a ausência de guarda ou organização dos referidos documentos.

159. Sendo assim, voto pela absolvição dos Acusados quanto à referida imputação.

IV. Conclusão e Dosimetria

160. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11, II, e §1º, II, da Lei nº 6.385/1976, com redação anterior à edição da Lei nº 13.506/2017, passo a fixar as penalidades a serem aplicadas.

161. Para fins de dosimetria, considere as circunstâncias do caso, que envolve condutas graves, conforme item III da ICVM 8, com extensos prejuízos aos beneficiários das entidades de previdência complementar que se tornaram cotistas do FIP Multiner, bem como a participação individual de cada um dos acusados nos fatos subjacentes a este PAS.

162. Avaliei, também, os antecedentes dos Acusados⁴⁹ e os precedentes do Colegiado⁵⁰ em casos semelhantes.

163. Com base nesses elementos, voto:

- (i) Pela condenação da **VITÓRIA ASSET MANAGEMENT S.A.** à penalidade de **multa pecuniária**, no valor de **R\$500.000,00 (quinhentos mil reais)**, pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários relativa às operações do FIP Multiner, conforme definida na letra “c” do item II da ICVM 8 e vedada pelo item I da mesma norma;
- (ii) Pela condenação da **JOSÉ AUGUSTO FERREIRA DOS SANTOS** à penalidade de proibição temporária, pelo prazo de **8 (oito) anos**, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários relativa às operações do FIP Multiner, conforme definida na letra “c” do item II da ICVM 8 e vedada pelo item I da mesma norma;

⁴⁹ Todos os acusados têm bons antecedentes, com exceção da Planner e de Carlos Arnaldo.

⁵⁰ Cf., por exemplo: PAS CVM nº RJ 2015-2027, dir. rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02.04.2019; PAS CVM nº 02/2013, dir. rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22.01.2019; PAS CVM nº RJ 2014/12081, dir. rel. Henrique Machado, j. em 19.06.2019.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- (iii) Pela condenação da **HUMBERTO PIRES GRAULT VIANNA DE LIMA** à penalidade de proibição temporária, pelo prazo de **6 (seis) anos**, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários relativa às operações do FIP Multiner, conforme definida na letra “c” do item II da ICVM 8 e vedada pelo item I da mesma norma;
- (iv) Pela condenação da **PLANNER CORRETORA DE VALORES S.A.** à penalidade de **multa pecuniária**, no valor de **R\$500.000,00 (quinhentos mil reais)**, pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários relativa às operações do FIP Multiner, conforme definida na letra “c” do item II da ICVM 8 e vedada pelo item I da mesma norma;
- (v) Pela condenação de **CARLOS ARNALDO BORGES DE SOUZA** à penalidade de **multa pecuniária**, no valor de **R\$500.000,00 (quinhentos mil reais)**, pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários relativa às operações do FIP Multiner, conforme definida na letra “c” do item II da ICVM 8 e vedada pelo item I da mesma norma
- (vi) Pela absolvição de **EDUARDO MONTALBAN** da acusação pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários relativa às operações do FIP Multiner, conforme definida na letra “c” do item II da ICVM 8 e vedada pelo item I da mesma norma;
- (vii) Pela absolvição da **PLANNER CORRETORA DE VALORES S.A.** da acusação de infração ao art. 14, inciso I, “f”, da ICVM 391;
- (viii) Pela absolvição de **CARLOS ARNALDO BORGES DE SOUZA** da acusação de infração ao art. 14, inciso I, “f”, da ICVM 391;
- (ix) Pela absolvição de **EDUARDO MONTALBAN** da acusação de infração ao art. 14, inciso I, “f”, da ICVM 391;

Rio de Janeiro, 12 de julho de 2022.

Marcelo Barbosa

Presidente Relator