



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 SEI N° 19957.001921/2020-71

Reg. Col. 1974/20

Acusados: Vitória Asset Management Ltda.
Humberto Pires Gault 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 n° 8, de 08.10.1979 e vedada pelo item I da norma. Infração ao art. 14, inciso I, “f”, da Instrução CVM n° 391, de 16.07.2003. .

Relator: Ex-Presidente Marcelo Barbosa

Voto: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho o voto do Relator em relação às acusações feitas a Vitória Asset Management, Humberto Pires Gault Vianna de Lima, José Augusto Ferreira dos Santos e Eduardo Montalban. Acompanho também os fundamentos e conclusões sobre a inocorrência da prescrição quinquenal.
2. Divirjo em relação às conclusões a que o voto do Relator chega em relação aos acusados Planner Corretora de Valores S.A. e Carlos Arnaldo Borges de Souza, no que tange à acusação pela prática de operações fraudulentas.



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 defesa da Planner e seus representantes demonstrou com clareza uma dinâmica dos fatos que denota a avocação, por parte dos investidores, das decisões tomadas em nome do fundo.

4. Os documentos e afirmações da defesa são suficientemente indicativos de que, apesar de ostentar a condição *jurídica* de gestora, administradora ou ambas (conforme o período), quem efetivamente tomou as decisões críticas – aquelas a que se imputa a mácula de contrariedade ao dever de diligência – foram próprios destinatários dos deveres fiduciários, isto é, os investidores.

5. O que devemos julgar são os fatos como ocorreram concretamente, e não abstrações conceituais. Numa estrutura usual de um fundo de investimento, quem toma as decisões são seus prestadores de serviço essenciais - função essa que a Planner ocupava formalmente, e materialmente em diversos atos. Essa é a governança teórica – teórica, porque podemos observar que se manifesta na maioria dos casos. É também a governança juridicamente prevista no direito positivo. Mas isto não quer dizer que seja a única possível, nem no mundo dos fatos, nem de acordo com o direito.

6. Deveres fiduciários são uma realidade econômica que se manifesta juridicamente de modo parecido em todo ordenamento jurídico. É possível descrever de infinitas formas o que compõe o dever de diligência, o que compõe o dever de lealdade, e assim prever juridicamente balizas conceituais para cada um deles. Em várias hipóteses, como considero ser a dos autos, é conveniente, para tratarmos de qualquer um deles, que tenhamos em mente a realidade econômica da qual eles surgem.

7. Deveres fiduciários existem quando é impossível prever em detalhes como o representante deve agir em nome do representado; quando o representante tem margem de discricionariedade e pode escolher diversas formas de agir para perseguir um resultado, do qual será beneficiário o representado. Por isso diz-se que são “standards” de conduta, por isso se usam expressões como “priorizar o interesse social sobre o interesse próprio”.



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

Tivesse condições de decidir exatamente como o representante-fiduciário agiria, o representado-fiduciante prescindiria daquele e poderia contar com serviços de um executor de ordens, não de um tomador de decisões.

8. A impossibilidade de previsão específica de como agir pode decorrer de falta de especialização do representado, de falta de tempo deste para tomar suas próprias decisões acerca de seu patrimônio, da incontornável impossibilidade de prever todas as hipóteses de alternativas de conduta que podem ocorrer no futuro, ou de outros fatores também classificáveis genericamente como “custos de transação”. Na prática, prevê-se uma série (maior ou menor) de hipóteses fáticas e como os representantes devem agir em face de cada uma delas, e o que remanesce é objeto de livre decisão pelo representante. Este deve decidir de maneira “leal” (leia-se, visando ao benefício econômico *do representado* como forma de obter seu próprio benefício, ao invés de beneficiar-se por meio de prejuízo àquele) e “diligente”, isto é, buscar tomar decisões cuidadosas para terem maior chance de êxito¹.

9. No voto da relatoria, essa é uma questão determinante do entendimento dos deveres fiduciários, que ali são entendidos como aplicáveis aos prestadores de serviços dos fundos, mesmo na hipótese de a decisão ser tomada pelos titulares dos patrimônios afetados:

38. “[A]dministradores 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

¹ Filio-me aos que entendem que o dever de diligência pode ser mais bem compreendido como parte do dever de lealdade, pois optar por tomar decisões de maneira descuidada é uma forma de trair a expectativa do representado – no fundo, trata-se de priorizar o interesse próprio, ainda que não financeiro, em detrimento do interesse do representado. É possível ser cuidadoso e desleal, mas não descuidado e leal – daí que a lealdade englobaria a diligência. Felizmente, esta discussão é irrelevante para o caso 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

verificação da regularidade das ações que executam no desempenho das funções para as quais foram contratados”.

10. É requisito do dever de diligência verificar a regularidade das ações? Talvez. Há doutrina sofisticada e jurisprudência no direito estrangeiro que dizem que o dever de regularidade das ações integra o dever de lealdade², visão que a mim parece mais acurada: se os beneficiários dos deveres fiduciários podem estar sendo lesados por decisões de quem age por eles, a atitude de fazer vista grossa para o que pode constituir violações aparentes me parece mais desleal do que descuidada.

11. A lógica da acusação, que o voto relator acata, é a de que a Planner e seus representantes teriam feito justamente isto. Eles possuiriam elementos para perceber que os representantes dos fundos de pensão teriam operado em conluio com as pessoas que conceberam a operação, comandaram o investimento na Multiner e criaram elementos para que as avaliações fossem infladas. Os representantes dos fundos de pensão levariam vantagens particulares para lesarem os destinatários em última instância dos resultados dos investimentos, isto é, os pensionistas. Daí, seria componente do dever de diligência dos prestadores de serviços dos fundos a obrigação de adotar procedimentos voltados a detectar eventuais irregularidades (conforme o trecho destacado do voto do relator, no §9 acima).

12. Contudo, o que se discute nestes autos não é exatamente a verificação do cumprimento ou descumprimento do dever de diligência. A acusação é mais contundente: cometimento de operação fraudulenta.

13. O rigor na aplicação do tipo punitivo é fundamental. Veja-se que no §42 do voto relator há uma afirmação que, à luz do tipo da Instrução 08, é questionável:

² Sobre o tema do dever de legalidade ou de regularidade, GONZALEZ, Gustavo Machado; CORRÊA, Bruno Tostes. Dever de legalidade dos administradores de sociedades. RSDE. REVISTA SEMESTRAL DE DIREITO EMPRESARIAL, v. 30, 1-87, 2022.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

“Logo, ter conhecimento sobre ilícitos e deliberadamente omitir-se – ou deliberadamente decidir não adotar qualquer medida para apurar eventuais ilícitos – (...) é elemento que pode caracterizar (...) coparticipação na fraude, viabilizando-a.

14. Concordo apenas com parte do que aí se diz. A omissão deliberada sobre um ilícito conhecido, sem dúvida, caracteriza coparticipação na fraude. O trecho que negritei, contudo, não é correto.

15. Ainda antes de adentrar os elementos fáticos acerca da Planner e de seus representantes, é importante traçar os limites dentro de que os fatos podem subsumir-se ao conceito de coparticipação na fraude. E deixar de adotar qualquer medida para apurar eventuais ilícitos, por mais grave que seja essa conduta hipotética, não contém o dolo específico do cometimento de fraude. Adotar controles frouxos, mas com o intuito de detectar irregularidades, seria uma quebra do dever de diligência; fazê-lo propositadamente, com o intuito de que eles nem mesmo as detectasse, seria quebra do dever de lealdade e deveria ter uma resposta sancionatória mais grave. Mas não é porque uma conduta é grave que se pode adotar a punição por um tipo que não se aplica.

16. Em abstrato, a falta deliberada de verificação de regularidade poderia até encaixar-se, com uma interpretação ainda aceitavelmente elástica para fins de direito punitivo, nas expressões “ardil ou artifício”. É que a manutenção formal de controles transmite a ideia de que eles existem, têm o objetivo de detectar irregularidades, e principalmente de que são utilizados. Então, a conduta de manter controles pró-forma e não os utilizar pode ser lida como ardil ou artifício, pois contém o elemento central da fraude, que é a falsidade, a falsa declaração de fato ou vontade.

17. O próximo elemento do tipo, porém, é mais discutível. “Manter terceiros em erro”, no voto do relator, é estendido para abarcar os pensionistas dos fundos de pensão – com base em precedente da Diretora Ana Novaes (§43 do voto de relatoria). Uma coisa



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

é dizer que eles são as verdadeiras vítimas da fraude – são. Outra afirmação, parecida com a anterior, é que são os titulares em última análise dos deveres fiduciários devidos pelos integrantes da estrutura de governança como um todo, que se monta para realizar os investimentos – o que também me parece procedente. Outra coisa, porém, é dizer que estão “em erro” para fins do tipo específico da fraude, e isto não me parece correto. Lembre-se que estou analisando aqui a conduta hipotética de “deliberadamente deixar de adotar qualquer medida para apurar eventuais ilícitos”.

18. A incorreção, a meu ver, decorre de que a adoção de controles frouxos pode ser um ilícito em si mesmo, que pertenceria à categoria de ilícito de perigo, já que a inexistência de controles não necessariamente acarreta a ocorrência de resultados antijurídicos, apenas permite que eles ocorram com maior facilidade. Por mais grave que isto possa ser considerado (e é grave, sem dúvida), não se pode *dessa conduta* concluir pelo cometimento efetivo de ilícitos por quem eventualmente se aproveite dos controles frouxos. Basta supor, para ficar dentro dos tipos do mesmo normativo, que o ilícito perpetrado pela oportunidade de controles ineficientes seja manipulação de preços ou prática não equitativa. A mesmíssima conduta seria enquadrável em qualquer tipo, conforme o que terceiros praticassem? Não. Seria preciso haver o dolo específico, e não há.

19. Sim, viabilizar um ilícito pode caracterizar sua prática, na modalidade de coparticipação, mas desde que o agente tenha conhecimento do ilícito que vai ser praticado. Sem isto, seria o caso de punir por ato de terceiro. Se há perigo que justifique a resposta punitiva, que se puna esse ato – responsável pela geração de perigo – mas não o ato que outros praticam em virtude do cenário facilitado. Este deve motivar a punição de quem efetivamente o praticou, com o dolo de manter terceiros em erro para obter vantagem patrimonial.

20. Por isto, entendo que deve ser afastada desde logo a possibilidade de punição da Planner e seus representantes *por prática de operação fraudulenta* apenas pela hipotética conduta de deliberada não adoção de controles. Para puni-los, seria necessário



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

demonstrar que tiveram conhecimento específico de um esquema entre o lado da Multiner e o lado dos fundos de pensão. Ainda que se demonstrasse que o lado da Planner deliberadamente deixou de adotar procedimentos, isto deveria ser punido como tal – em um tipo que se aplicasse adequadamente – e não como operação fraudulenta.

21. Em audiência a particular para distribuição de memorial, a defesa traçou interessante paralelo entre o caso dos autos e precedente em que apresentei manifestação de voto. A acusação era de abuso no poder de controle com base na “conduta” de estruturação de governança com acordo de acionistas em que os conselheiros indicados por minoritários eram vinculados ao deliberado na reunião prévia, em última análise controlada pelo acionista majoritário. O argumento da acusação era o de que criar tal estrutura permitia ao controlador decidir como quisesse, incluindo em contrariedade aos direitos dos minoritários. Ressaltei, em meu voto³, que o que se pune é a violação em concreto, não a mera possibilidade de violação.

22. Há diferenças importantes entre os dois casos: no precedente citado, a estrutura de governança com vinculação de conselheiros é expressamente reconhecida como legal; nestes autos, furtar-se à verificação da regularidade de atos é antijurídico. No precedente, não havia qualquer abuso em concreto alegado – nenhuma operação em que os minoritários teriam sido lesados; nestes autos, há uma operação em concreto, do investimento na Multiner com avaliações propositadamente infladas.

23. Mas há um núcleo em comum, bem notado pela defesa, que é o não se poder punir alguém porque fez algo que *possibilite* a prática de ilícitos. Existe outra diferença, que é o fato de nestes autos esse algo que possibilita a prática de ilícitos é, em si, um ilícito (violação do dever de diligência) e naqueles não era (mera constituição de uma estrutura de governança), mas realmente, a argumentação reforça a percepção de que

³ Voto no PAS CVM SEI 19957.011341/2018-77. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220712_pas_cvm_sei_19957_011341_2018_77_manifestacao_de_voto_diretor_joao_accioly.pdf. Acesso em 08/11/22.



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

ainda que a Planner tivesse sido faltosa em seu dever de diligência, isso por si só não permitiria a configuração de sua conduta como prática de *operação fraudulenta*.

24. No voto da relatoria, a falta de percepção desta nuance se manifesta com clareza nos §§ 126 e 127:

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 sem ter acesso a qualquer documento indicasse a higidez a operação e do respectivo processo decisório. (...).

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.

25. O raciocínio desenvolvido nos parágrafos acima sintetiza o entendimento pelo qual Planner e Carlos foram acusados: não implementaram controles, e isso facilitou que fraudadores fizessem uso da estrutura. As construções no plano fático fazem todo sentido: permitir que as operações fossem conduzidas sem sua supervisão realmente daria



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

condições para que terceiros cometessem fraudes; e tal modelo de negócios, realmente, traz um risco de que fraudes sejam praticadas. Porém, juridicamente a argumentação é falha.

26. Mesmo que se trate de dolo eventual, ainda é necessário que o agente aja com conhecimento e vontade orientada ao fim específico previsto no tipo – no caso, vontade de fraudar. Como argumenta Marina Copola, “a conformação psíquica do agente que procede com dolo nunca é a mesma daquele que age com descuido – ainda que tal ‘desleixo’ possa gerar risco”. Tratando-se de fraude, é necessário que os envolvidos tenham agido com o objetivo de adquirir vantagem indevida por meio de artil, qualquer que seja, não bastando que compreendam haver possibilidade de alguém auferir algum ganho⁴

27. No plano jurídico, a argumentação fática “*falta de supervisão permite prática de fraudes*”, que é correta, é acompanhada da construção jurídica de que, por permitir fraudes, essa *falta de supervisão caracteriza dolo eventual*. Isto é incorreto. O dolo eventual é o não se importar que ocorra o *resultado da conduta do agente*. Quando se pratica ato antijurídico, em direito punitivo, o resultado é, por óbvio, decorrência do que o agente praticou ou deixou de praticar. Não pode ser necessário conduta adicional de terceiros para que o ilícito ocorra, pois isso rompe o nexo de causalidade da conduta.

28. Uma expressão que ilustra bem essa nuance é a de que esse modelo de negócios “assume o risco da *ocorrência* de diversas fraudes” (§127 do voto de relatoria). Isto é uma descrição aceitável dos fatos numa linguagem do cotidiano, mas sob rigor técnico jurídico não me parece adequado dizer que uma fraude simplesmente “ocorre”, nesse contexto, pois o termo é obscuro. Ocorre como resultado direto da conduta do agente? Ou

⁴ COPOLA, MARINA. Sem querer querendo: uma discussão sobre o uso do dolo eventual nos ilícitos administrativos do mercado de capitais. RSDE. REVISTA SEMESTRAL DE DIREITO EMPRESARIAL. V. 28, 61-118. p. 92-95. 2021.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

ocorre como resultado de outros atos volitivos de terceiros, com que o agente pode não ter combinado previamente? Obviamente que se trata da segunda opção.

29. Seria mais adequado dizer que, pela conduta que o voto da relatoria entendeu ter sido praticada pela Planner, esta assumiu o risco da *prática* de diversas fraudes, não simplesmente da *ocorrência*, pois as fraudes não resultam diretamente da conduta da Planner. Ou seja, pode-se considerar grave a negligência, pode-se dizer que ela permitiu que outros fraudassem, *mas não se pode dizer que a negligência se confunde com dolo eventual* de que “resultassem” fraudes. O resultado dos atos típicos no direito punitivo, insisto, deriva diretamente dos atos, sem a atuação adicional de terceiros.

30. Veja-se por outro lado. Sem uma conduta adicional de terceiros, tentar gerar prejuízos a terceiros, ou tentar leva-los a erro *apenas* com a conduta específica de *não realizar controles* simplesmente *não seria capaz* de gerar o resultado. É análogo a uma manifestação da figura do ilícito impossível – aquela conduta que é inidônea de gerar o resultado pretendido. E sendo que aqui, nem se fala em ter a Planner tido a intenção especificamente de que houvesse a lesão aos fundos de pensão, e sim assumido o seu “risco”.

31. Veja-se que não estou adentrando o mérito, ainda, de ter ou não a Planner o dever de imiscuir-se na decisão dos cotistas, que é um ponto em que se apoia o voto da relatoria. Em relação a esse ponto, a defesa afirma, em outras palavras, que não caberia à Planner decidir em nome de quem já decidiu por si só, ainda mais quando se trata de investidores superqualificados com estrutura interna de governança, como o caso dos fundos de pensão; e o entendimento do relator, que é razoável e coerente e, como evidenciado no voto, objeto de diversos precedentes desta casa, é de que ainda que os investidores queiram agir de certa forma, o prestador de serviços, como *gatekeeper*, teria ainda o dever de evitar atos deliberados pelos próprios investidores quando achasse que eram contrários a seu próprio interesse.



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

32. Dessa questão, extensão de deveres fiduciários diante da atuação dos investidores na decisão dos investimentos, tratarei no parágrafo seguinte, mas o que é importante ressaltar é que *independentemente* de concordar ou discordar desse entendimento – isto é, que o prestador de serviços deveria fazer-se substituir à vontade declarada dos investidores –, a acusação é improcedente. Isto, porque, *mesmo havendo esse dever a sua violação não pode ser caracterizada como operação fraudulenta*, apenas porque terceiros se aproveitaram das condições para, *eles sim*, praticarem fraude. Para a Planner a ter praticado, não bastaria a conduta que o voto reconheceu. Teria que ter havido demonstração suficiente de que sabia exatamente o que estava sendo feito, e disso não foram nem acusados, e nem o voto da relatoria o afirmou, pelo que posso acompanhá-lo, em relação a este ponto, no que tange à interpretação das provas e da conclusão de quais *fatos* aconteceram.

33. Por fim, trato brevemente das considerações sobre o papel da gestora e da administradora em situações nas quais os investidores tomam as decisões por si próprios. Deveres fiduciários são, no plano da realidade econômica, aquilo que guia a orientação dos tomadores de decisão de patrimônio alheio exatamente pela impossibilidade de os titulares do patrimônio poderem fazê-lo por si só. Pudessem definir tudo o que será feito em todas as situações, não haveria dever fiduciário, mas apenas execução de ordens. E em fundos de investimento, tipicamente os prestadores de serviço decidem aquilo que os investidores não têm condição de decidir diretamente – seja por falta de conhecimento técnico, por falta de recursos para poder dedicar-se às decisões, ou mesmo por falta de interesse no plano subjetivo.

34. Por isso os deveres fiduciários são definidos de maneira ampla – em suma, agir *no interesse do titular do patrimônio, e como se o próprio titular estivesse agindo*. Ora, se o próprio dono *age*, nem mesmo remanesce o dever fiduciário: a instrução é direta e o dever do encarregado é uma obrigação simples, não um dever fiduciário. Como dito pela defesa da Planner, então, não cabia a esta querer ser mais realista que o rei e substituir sua vontade à dos investidores. Se os deveres fiduciários mandam que o fiduciário aja no interesse do fiduciante e como este agiria se estivesse agindo ele mesmo, nada mais



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

condizente que seguir a determinação do próprio investidor para dar cumprimento platonicamente perfeito do que os deveres fiduciários tentam aproximar.

35. Existe um complicador, como bem ressaltado no voto da relatoria e em precedentes como os ali mencionados, que é quando o titular *formal* do direito fiduciário – como os representantes dos fundos de pensão – é também ele um fiduciário do beneficiário em última instância – como os pensionistas. Nesses casos, o representante do investidor pode, como muitas vezes ocorre, estar agindo em detrimento dos beneficiários finais.

36. É importante deixar isto claro, pois casos haverá em que investidores decidem por si próprios, sem problemas de governança interna, e se pode eventualmente extrair entendimento de que, mesmo sem problemas de conflito de interesse ou fraude, o titular do patrimônio teria uma autoridade inferior à do seu fiduciário para decidir o que fazer. Isso é incorreto. Imagine-se o caso extremo do fundo de cotista único, pessoa física, investidor profissional e tecnicamente qualificado. Se ela decide que o dinheiro deve ser investido de um jeito, não pode o gestor decidir que será de outro (salvo, evidentemente, que as regras de governança contenham expressas limitações ao poder decisório do próprio investidor); e não poderia depois o investidor reclamar falta de diligência se os prestadores de serviço não lhe impediram de escolher como escolheu.

37. Não acredito que haja uma generalização possível em casos de decisão pelos próprios investidores no que tange à extensão dos deveres fiduciários. Eles devem ser verificados casuisticamente, diante da especificidade de cada estrutura de governança. Delimitar, com base nos atos constitutivos e na realidade concreta de cada fundo, de cada estrutura por completo – dos beneficiários finais até os tomadores de decisão no primeiro andar da cadeia, dos papéis efetivamente desempenhados por cada um, e daí por diante. Em outras palavras, examinar, por assim dizer, as cláusulas aplicáveis dos contratos (em sentido estrito e em sentido mais amplo, econômico) que compõem os ditos *nexi of contracts* que são as entidades coletivas como fundos de investimento e empresas 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

geral. Não porque em princípio e em geral tal papel é desempenhado por tal agente, que numa situação específica os papéis podem ser diferentes.

38. A regulação (em sentido amplo, incluindo a lei e atos infralegais) deve ser compatível com inovações e arranjos livremente desenhados pelos seus participantes, e para isso deve ser também atenta a quais são, nos casos concretos, os efetivos responsáveis por cada obrigação. Do contrário, ainda que formalmente se possa inovar, a resposta sancionatória que ignore as especificidades leva ao engessamento das estruturas, à imposição de custos desnecessários (pois se é impossível abrir mão de uma obrigação, é impossível abrir mão de cobrar por ela), e, no fim das contas, a tropeços na missão desta casa de atuar para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

39. No caso dos autos, considerando os problemas de governança que por tanto tempo marcaram fundos de pensão, entendo que caberia, sim, à Planner um cuidado maior para verificar se havia aparência de regularidade nas decisões tomadas pelos investidores. Não acredito que isto seria por si só capaz de evitar o que foi feito, pois aparência de regularidade não é o maior dos desafios para quem está imbuído de propósitos nefastos, e munido de volumes financeiros tão formidáveis. Mas, se não se deve julgar olhando pelo retrovisor e supor que o problema só houve por causa dessa falha, também não se deve extrair daí que o prestador de serviço não teve ter algum desconfiômetro, dependendo de quem sejam os personagens envolvidos.

40. Tivesse, digamos, a acusação sido de violação ao dever de diligência, incluído art. 92, I, da Instrução 555, seria uma discussão diferente, e suponho – por óbvio não é possível afirmá-lo, já que sem acusação não houve a defesa especificamente voltada a isto – que minha conclusão seria pela materialidade e autoria dessa falha (falta de diligência).

41. Como a acusação à Planner e Carlos Arnaldo foi pela prática de operação fraudulenta, pelas razões expostas entendo que, conquanto passível de reprovação, sua



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

conduta não configura a materialidade do ilícito definido na Instrução 8, II, “c”, pelo que voto pela sua absolvição.

42. Por fim, reitero acompanhar o voto do relator em relação aos demais acusados.

Rio de Janeiro, 08 de novembro de 2022.

João Accioly

Diretor