



## 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

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

### **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.001921/2020-71**

Reg. Col. nº 1974/20

- Acusados:** Vitória Asset Management S.A.  
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 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:** Ex-Presidente Marcelo Barbosa
- Voto:** Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

#### **MANIFESTAÇÃO DE VOTO**

1. Concordo com as razões e conclusões do Relator no que se refere: **(i)** ao não acolhimento das preliminares suscitadas pelos Acusados<sup>1</sup>; **(ii)** à responsabilização de Vitória Asset Management S.A., José Augusto Ferreira dos Santos e Humberto Pires Gault Vianna de Lima, em relação à imputação de infração à ICVM 8, inciso I c/c inciso II, alínea “c”; **(iii)** à absolvição de Eduardo Montalban, da acusação de infração à ICVM 8, inciso I c/c inciso II, alínea “c”; e **(iv)** à absolvição de Planner Corretora de Valores S.A., Carlos Arnaldo Borges de Souza e Eduardo Montalban, da acusação de infração ao art. 14, inciso I, alínea “f”, da ICVM 391.

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados nesta manifestação de voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no voto do Relator ou no Relatório, conforme o caso.



## 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

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

2. Com o devido respeito ao entendimento exarado pelo Relator, apresento esta manifestação de voto para divergir quanto à responsabilização de Carlos Arnaldo Borges de Souza e Planner Corretora de Valores S.A., em relação à imputação de infração à ICVM 8, inciso I c/c inciso II, alínea “c”.
3. Conforme exposto no Relatório, a referida acusação fundou-se na narrativa de que Planner, na qualidade de administradora do Fundo, teria permitido “*que o investimento inicial do Fundo na Multiner fosse realizado sem qualquer tipo de suporte e não [teria] adot[ado] qualquer providência para reprecificar as cotas do Fundo, apesar da existência de diversos laudos que indicavam que a avaliação inicial estava nitidamente equivocada*”<sup>2</sup>.
4. Além disso, desempenhando a função de gestora no período de 03.11.2011 a 27.01.2016, “*a Planner teria permitido que novos investimentos fossem realizados de forma flagrantemente desvantajosa para os cotistas*”<sup>3</sup>.
5. Ressalto que, embora convicto de que os negócios foram envoltos em irregularidades em relação aos demais acusados — aos quais, como já mencionado, concordo com as acusações realizadas —, entendo que o que se está a discutir, especificamente em relação à Planner e ao Carlos Arnaldo, é eventual responsabilidade no que se refere à suposta postura omissa por eles adotada, na qualidade de administradores ou gestores.
6. Concordo com o entendimento do Relator no sentido de que “*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*”<sup>4</sup>, mas, no entanto, discordo de que a eventual conduta fora de padrões de diligência e lealdade pela Planner e Carlos Arnaldo seria suficiente para a configuração de “*colaboração direta ou omissão intencional diante da fraude, caracterizando, no mínimo dolo eventual*”<sup>5</sup>.
7. As características do caso impõem que a responsabilidade de Planner e Carlos Arnaldo seja devidamente delimitada — sobretudo, em relação a alegada omissão deliberada diante de suas atribuições (que, na visão do Relator foi essencial para viabilizar as fraudes<sup>6</sup>). Entendo que não se pode responsabilizá-los por fatos que se tornaram patentes após o descobrimento da fraude, até

---

<sup>2</sup> § 53 do Relatório.

<sup>3</sup> § 54 do Relatório.

<sup>4</sup> § 113 do Voto do Relator.

<sup>5</sup> § 100 do Voto do Relator.

<sup>6</sup> § 115 do Voto do Relator.



## 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

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

porque, segundo os elementos de prova trazidos pela Acusação, não observo possível conhecimento pela Planner e por Carlos Arnaldo — como sugere o Relator — do estratagema montado para possibilitar a prática de ilícitos.

8. O fato de a Planner utilizar um *“modelo de negócios que assume o risco da ocorrência de diversas fraudes no fundo administrado”*<sup>7</sup>, por meio do qual, segundo o Relator, deliberadamente *“permitiu que as operações do FIP Multiner fossem conduzidas à sua revelia e sem qualquer tipo de supervisão”*<sup>8</sup>, por si só, não autoriza, automaticamente, concluir pela prática de operação fraudulenta, por mais grave que ela seja.

9. Em se tratando de processo administrativo sancionador que versa sobre operação fraudulenta, cabe à acusação demonstrar a presença dos elementos necessários para a classificação deste tipo administrativo, quais sejam: (i) a utilização de ardil ou artifício; (ii) a indução ou manutenção de terceiros em erro; (iii) a intenção de obter vantagem ilícita para si ou terceiros; e (iv) conduta dolosa.

10. Caso a acusação não se exima de tal ônus probatório, não há como prosperar uma acusação de operação fraudulenta, embora seja possível, eventualmente, caracterizá-la como outro ilícito administrativo<sup>9</sup>.

11. No caso em análise, a meu ver, não restou comprovada conduta dolosa, pela Planner e por Carlos Arnaldo, capaz de demonstrar o elemento subjetivo do referido tipo administrativo, tampouco a utilização de ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro.

12. Por qualquer ângulo que se observe, não vislumbro nexo de causalidade entre os fatos apontados pela Acusação e a suposta indução dos cotistas a erro. Pelo contrário, a estrutura de governança do Fundo deixa claro que seus cotistas — entidades fechadas de previdência complementar — não só tinham conhecimento sobre as operações realizadas, como eram os próprios responsáveis pela tomada de decisões de investimento do Fundo.

13. Ora, se os próprios cotistas tinham pleno conhecimento dos laudos de avaliação e

---

<sup>7</sup> § 127 do Voto do Relator.

<sup>8</sup> § 127 do Voto do Relator.

<sup>9</sup> A propósito, um dos precedentes citados pelo Relator (PAS CVM nº 07/2012, j.07.03.2017) para embasar o entendimento de que Planner e Carlos Arnaldo atuaram de forma deliberadamente omissa em relação aos deveres inerentes à administração fiduciária de fundos de investimento, tem como objeto violação aos deveres de diligência e fiscalização por parte de administradora e gestores de fundos — infração diversa daquela sobre a qual versa o presente processo.



## 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

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

participavam das decisões sobre operações, exercendo posição de protagonismo no âmbito do Fundo, não consigo vislumbrar como seriam induzidos a erro, ou mantidos em erro — elemento indispensável para configurar operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários<sup>10</sup>.

14. Por derradeiro, não se pode ignorar as conclusões alcançadas pela Grant Thornton Brasil, consubstanciadas no “*Relatório Factual*”, elaborado a pedido do Ministério Público Federal no âmbito da Operação Greenfield conduzida pela Polícia Federal, que apontaram inexistir elementos que demonstrassem a participação da Planner no esquema fraudulento ora em análise.

15. Entendo, portanto, que não há elementos nos autos — notadamente a comprovação de (i) utilização de ardil 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 — que autorizem a conclusão de que Planner e Carlos Arnaldo praticaram operação fraudulenta, prevista na ICVM 8, por se omitirem de forma deliberada diante de suas atribuições.

16. Por todo o exposto, acompanho o voto do Relator no que se refere: **(i)** ao não acolhimento das preliminares suscitadas pelo Acusados; **(ii)** à responsabilização de Vitória Asset Management S.A., José Augusto Ferreira dos Santos e Humberto Pires Grault Vianna de Lima, em relação à imputação de infração à ICVM 8, inciso I c/c inciso II, alínea “c”; **(iii)** à absolvição de Eduardo Montalban, da acusação de infração à ICVM 8, inciso I c/c inciso II, alínea “c”; e **(iv)** à absolvição

---

<sup>10</sup> Como já decidido em alguns julgados da CVM, transcrevo:

(i) trecho do voto do Diretor-Relator Aleksandro Broedel, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 12/04, em que conclui “não ser adequado enquadrar as operações realizadas como fraudulentas. Isso porque, para tanto, é necessário que se verifique indução ou manutenção de ‘terceiros em erro’. Conforme restou apurado no processo, terceiros não foram induzidos ou mantidos em erro. Não há, sequer, manifestação das partes envolvidas (ou de terceiros) nesse sentido. Em razão do exposto, considerando a ausência de elemento essencial para a caracterização das operações como fraudulentas, qual seja, induzimento ou manutenção de terceiros em erro, na forma prevista na alínea “c” do inciso II da Instrução CVM nº 08/79, absolvo todos os acusados dessa imputação”.

(ii) trecho do Diretor-Relator Otávio Yazbek, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 13/05: “embora a acusação tenha falado em ‘operações fraudulentas’ e em ‘práticas não equitativas’, entendo que, dada a estrutura descrita, é apenas dessas últimas que se deveria tratar. Com efeito, neste caso em especial, parece-me que não é o caso de se falar em ‘operações fraudulentas’. Afinal, se pressupõe, nas operações realizadas, a anuência e até a participação das pessoas envolvidas na gestão dos fundos. Por isso mesmo, entendo que todos os acusados devem ser absolvidos dessa imputação”.

(iii) trecho do voto do Diretor-Relator Luiz Antonio Campos, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 02/99: “[em] relação à realização de operações fraudulentas, também concluo não ser aplicável à espécie. De fato, não restou comprovada nos autos a utilização de ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, que são elementos característicos e indissociáveis deste tipo. Não logrou a Comissão de Inquérito trazer aos autos provas a demonstrar conduta que pudesse ter levado a ludibriar as prefeituras ou demais integrantes do mercado, ou, ainda, mantê-los em erro através da adoção por estes de uma conduta ou comportamento permissivo à consecução dos objetivos escusos dos agentes. Pelo contrário, o que se conclui é que, efetivamente, as prefeituras estariam dispostas a alienar as ações que detinham, tendo os agentes se aproveitado dessas informações para obter lucros indevidamente. Não houve nem mesmo a aposição de interposta pessoa”.



## 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

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

de Planner Corretora de Valores S.A., Carlos Arnaldo Borges de Souza e Eduardo Montalban, da acusação de infração ao art. 14, inciso I, alínea “F”, da ICVM 391.

17. Por fim, divirjo do entendimento do Relator quanto à responsabilização de Carlos Arnaldo Borges de Souza e Planner Corretora de Valores S.A., em relação à imputação de infração à ICVM 8, inciso I c/c inciso II, alínea “c”, pelo que voto pela absolvição de Carlos Arnaldo Borges de Souza e Planner Corretora de Valores S.A., em relação à alegada infração à ICVM 8, inciso I c/c inciso II, alínea “c”.

É como voto.

Rio de Janeiro, 08 de novembro de 2022.

**Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo**

Diretor