



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

Reg. Col. 1974/20

- Acusados:** VITÓRIA ASSET MANAGEMENT S.A.  
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:** Diretora Flávia Perlingeiro

### Manifestação de Voto

Sr. Presidente,

1. Acompanho o voto do Relator, em suas razões e conclusões, no que tange às acusações formuladas em face de todos os acusados neste PAS<sup>1</sup>, incluindo as penalidades por ele propostas.
2. Em acréscimo, nesta oportunidade, tendo em vista a manifestação de voto apresentada pelo Diretor João Accioly, fundamentando sua divergência em relação às conclusões do Relator quanto à imputação feita em face de Planner Corretora de Valores S.A.<sup>2</sup> e Carlos Arnaldo Borges de Souza<sup>3</sup> (em conjunto, neste voto, “Acusados”), de participação em operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, consoante definida na letra “c” do item II da Instrução CVM nº 8, de 08.10.1979<sup>4</sup>, e vedada pelo item I da referida Instrução, por terem permitido a realização de investimentos na Multiner S.A. a valor sobreavaliado, bem como mantido a marcação da carteira em valores equivocados, sem os devidos ajustes, alinho-me ao entendimento do Relator de que restou evidenciado o elemento subjetivo do tipo infracional pela configuração de dolo eventual.

<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 respectivo Relatório, conforme o caso.

<sup>2</sup> Administradora do FIP Multiner durante o período objeto deste PAS, e gestora, de novembro de 2011 a janeiro de 2016.

<sup>3</sup> Diretor responsável da Planner, no período transcorrido entre 2008 e 02.12.2013.

<sup>4</sup> A Instrução CVM nº 8/1979 foi revogada e substituída pela Resolução CVM nº 62, de 19.01.2022, editada no âmbito do processo de consolidação normativa disciplinada pelo Decreto nº 10.139, de 28.11.2019, sem alteração de substância.



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)

3. Observo que as razões e os fundamentos apresentados, a meu ver, com muita propriedade, pelo Relator, para absolver, neste caso, o acusado Eduardo Montalban, corroboram a conclusão diversa a que chegou, em relação a Planner e Carlos Arnaldo, quanto aos quais foram reunidos elementos suficientes para qualificar suas condutas como de omissão dolosa, completando, assim, os elementos necessários à caracterização da infração.

4. Quanto a Eduardo Montalban, destaca o Relator: *“embora seja possível que o acusado tenha compactado 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”*<sup>5</sup>, explicitando, assim, o contexto em que o conjunto fático-probatório trazido aos autos, notadamente lastreado em prova indiciária, foi suficientemente claro para levar à condenação dos Acusados, mas não a de Eduardo Montalban.

5. Com efeito, em casos dessa natureza, tem-se consagrado na CVM o reconhecimento da relevância da prova indiciária<sup>6</sup>, pois, não raro, podem não restar plenamente esclarecidos *todos os “fatos como ocorreram concretamente”*<sup>7</sup>, notadamente quanto aos que possam evidenciar a intenção das partes, o que tende a acontecer, apenas e em certa medida, quando há confissão.

6. Neste caso, entretanto, todas as defesas foram evasivas e buscaram simplesmente negar a existência, o conhecimento ou as repercussões, conforme o caso, do artifício fraudulento empregado - qual seja, a avaliação (e, posteriormente, a manutenção de tal avaliação) flagrantemente equivocada, sem fundamento econômico e que resultava em atribuição de valor artificialmente elevado à Companhia, que constituía o único investimento do FIP Multiner e que envolvia, desde a origem, conflito de interesses em relação a um dos acusados<sup>8</sup>, o que constituía claro sinal de alerta.

7. Por óbvio, a acusação não remete apenas à decisão inicial de investimento na Multiner (nem somente aos que dela tomaram parte), tendo em vista que a fraude se protraiu por anos, com a sucessão de diversos eventos relevantes ao longo do período, como bem demonstrado pela SIN e analisado em detalhe pelo Relator, tendo isso sido, inclusive, elemento determinante para diferenciar a conduta omissiva intencional dos Acusados daquela não claramente intencional de Eduardo Montalban, como já destacado.

---

<sup>5</sup> V. parágrafo 156 do voto do Presidente Relator Marcelo Barbosa.

<sup>6</sup> P.ex., PAS CVM nº 19957.007133/2017-92, Relator Presidente Marcelo Barbosa, j. Em 13.08.2019; e, entre precedentes mais antigos, PAS CVM nº 24/00, Diretora Relatora Norma Parente, j. Em 18.08.2005.

<sup>7</sup> V. parágrafo 5 da manifestação de voto do Diretor João Accioly.

<sup>8</sup> Como aponta o Relatório, o FIP Multiner era, de início, gerido pela Vitória S.A., controlada indiretamente pelo acusado José Augusto dos Santos, que era o maior acionista da Multiner à época; além disso, era administrado pela Planner.



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)

8. Por outro lado, a meu juízo, não foram trazidos quaisquer contraíndícios aptos a indicar que os Acusados teriam sido ludibriados na fraude. Ao contrário, pelas atribuições e deveres que são inerentes à sua atuação como *gatekeepers*, restou evidente que, mesmo que não a tenham concebido, diante dos indícios trazidos pelas circunstâncias do caso, incluindo a ausência de estudos ou análises e a flagrante inconsistência da precificação do único ativo do Fundo, não é crível que, por tanto tempo, a tenham simplesmente ignorado (ou ignorado o risco de que tivesse sido perpetrada), inclusive considerando que a identificação do artifício fraudulento não estava fora de seu alcance nem do campo de *expertise*.

9. Assim, ainda que a comprovação do estado de consciência dos acusados seja questão particularmente desafiadora, entendo que, neste caso, os elementos apontados pelo ilustre Relator permitem a conclusão, em relação aos Acusados, de que, mesmo não tendo desejado propriamente o resultado, assumiram o risco de que a fraude estivesse perpetrada e foram indiferentes em relação ao seu resultado danoso (e não simplesmente negligentes no cumprimento de seus deveres).

10. A propósito, destaque-se que a CVM já se manifestou inúmeras vezes no sentido de que, em relação a todos os tipos elencados na Instrução CVM nº 8/1979 (atual Resolução CVM nº 62/2022), se admite tanto o dolo direto quanto o dolo eventual<sup>9</sup>, observando-se que, em cada caso, cabe avaliar se há provas (ainda que indiciárias) suficientemente claras quanto à sua configuração<sup>10</sup>.

11. Em suma, entendo ter restado configurado, neste caso, o dolo eventual dos Acusados e que – somado aos elementos objetivos do tipo apreciados pelo ilustre Relator – estão presentes todos os elementos necessários para responsabilizá-los pela coparticipação na operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários de que trata este PAS.

É como voto.

Rio de Janeiro, 08 de novembro de 2022.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro  
Diretora

---

<sup>9</sup> V., p.ex., Inquérito Administrativo (“IA”) CVM nº 39/1998, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, j. em 21.11.2001; IA CVM nº 01/1999, Diretor Relator Marcelo Trindade, j. em 19.12.2001; IA CVM nº SP2001/0003, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, j. em 12.12.2002; PAS CVM nº SP2001/0236, Diretor Relator Eli Loria, j. em 19.07.2004; PAS CVM nº 04/2000, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, j. em 17.02.2005; PAS CVM nº 16/02, Diretor Relator Marcelo Trindade, j. em 10.10.2006; PAS CVM nº 06/2007, Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto, j. em 28.09.2010; PAS CVM nº 20/2005, Diretor Relator Eli Loria, j. em 12.04.2011; PAS CVM nº 30/2005, Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 11.12.2012; PAS CVM nº 05/2008, Diretora Relatora Ana Novaes, j. em 12.12.2012; PAS CVM nº RJ2013/5194, Diretora Relatora Ana Novaes, j. em 19.12.2014; CRSFN, Recurso nº 13356, voto do Conselheiro Relator Francisco Satiro de Souza Junior, j. em 24.03.2015; PAS CVM nº 06/2012, Diretor Relator Gustavo Borba, j. em 20.08.2018; PAS CVM nº 02/2013, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, j. em 22.01.2019; PAS CVM nº 19957.007133/2017-92, Relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 13.08.2019; PAS CVM nº 05/2012, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, j. em 03.12.2019.

<sup>10</sup> Para uma visão crítica acerca do tema, ver as provocações de Marina Copola em seu artigo “Sem querer querendo: uma discussão sobre o uso do dolo eventual nos ilícitos administrativos do mercado de capitais”, *in* Revista semestral de direito empresarial nº 28 (janeiro/junho 2021) – Rio de Janeiro: Renovar, p. 61-118.