



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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI N° 19957.007626/2019-94

Reg. Col. 2182/21

**Acusados:** Paulo Renato de Oliveira Figueiredo Filho, Paulo Renato de Oliveira Figueiredo, José Roberto Gomes Pacheco, Ricardo Siqueira Rodrigues, BRB Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., Henrique Leite Domingues, Andrea Moreira Lopes, Orla Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., Paulo Dominguez Landeira, More Invest Gestora de Recursos Ltda., João Adamo Júnior, David Kim, RJI Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda., Enio Carvalho Rodrigues, Roca/Tetris Investimentos, Thais Gaudino Brescia, Eduardo Evangelista Correa, Carolina Benincasa Nakaoski, Planner Corretora de Valores S.A., e Carlos Arnaldo Borges de Souza

**Assunto:** Possíveis irregularidades em FIP para construção de hotel: operação fraudulenta, atuação irregular no mercado de valores mobiliários e quebra de dever de diligência

**Relator:** Diretor João Accioly

### VOTO

#### I. PRELIMINARES

##### I.I. PRESCRIÇÃO

1. Tetris, Thais Brescia, Eduardo Evangelista, Carolina Nakaoski, Planner Corretora e Carlos Borges arguíram em suas razões de defesa a ocorrência da prescrição da pretensão punitiva.
2. Alega a defesa conjunta da Planner e Carlos Borges que a atuação de Carlos cessou em 5.11.2013, com a ata do feito registrada em 19.12.2013 (v. §138 do Relatório). Além disso, ressaltam que a atuação da Planner junto ao FIP LSH se encerrou em 24.07.2013 (Rel. §§16 e 18).
3. Os demais argumentam que as condutas imputadas teriam sido praticadas em 2013, mais de cinco anos antes, portanto, (i) do dia 02.12.2019, data de emissão do TA, e (ii) das datas em que ocorreram as citações eletrônicas, em 15.05.2020 (Rel. §154).
4. A meu ver não ocorreu a prescrição. No que se refere à apuração dos fatos, este caso teve origem no PA n° 19957.005854/2017-68, cuja instauração ocorreu em 2017. Com isso, teve início uma série de inspeções que se enquadraram na categoria de atos inequívocos de apuração de fatos.
5. Porém, não basta apenas isso. Como já me manifestei no PAS CVM n° 19957.004478/2018-75, é necessário também a ciência de tais atos apuratórios pelos investigados:

“[a] ciência do ato é necessária para que o ato possa ser considerado ‘inequívoco’ no contexto do instituto da prescrição, ao menos antes que se tenha instaurado um procedimento, ou seja, para interromper a prescrição quinquenal. Assim não fosse, atos



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

praticados internamente pela Administração, ainda que sem possibilidade de conhecimento por parte dos investigados, poderiam interromper indefinidamente a prescrição, literalmente por décadas, antes de alguém ser chamado a defender-se ou mesmo a prestar esclarecimento sobre algum fato. Uma coisa é aceitar que a lei permite a eternização do processo, com interrupções ilimitadas (desde que previstas); outra muito diferente é supor que isso pudesse ocorrer sem possibilidade de conhecimento pelo particular”.

6. Os autos apontam para esse devido cumprimento para alguns acusados, vide a resposta da Planner, de 26.6.2018, a um ofício da CVM acerca de pedidos adicionais após a inspeção presencial.

7. Quanto à Tetris, há uma diferença. Não consta dos autos qualquer documento comprobatório de que os acusados ligados a essa empresa tenham sido cientificados dos atos apuratórios antes de 2019, por meio dos ofícios requerendo manifestação prévia datados de 16.08.2019, cujas respostas chegaram em 28.08.2019 (Tetris, Eduardo Evangelista e Carolina Nakaoski) e 30.08.2019 (Thais Brescia). Porém, a conclusão ainda é a mesma.

8. Explico. A conduta que a Acusação descreve como atuação irregular não foi um ato isolado no tempo, e sim um conjunto de ações que, diferentemente do que alega a defesa, não se encerraram em 2013. Trata-se de prática mantida no tempo, hipótese em que se conta o prazo prescricional da data em que tiver cessado (art. 1º da Lei 9.873).

9. No caso, a última atuação do núcleo da Tetris referente à imputação ocorreu em 25.9.2014, por um email enviado por Eduardo Evangelista em resposta ao FAPS Charqueada (Rel. §26). Assim, entendo que o prazo quinquenal da prescrição seria em 25.09.2019, após tanto o envio de ofício que denotaria a ciência dos fatos apurados, quanto das respectivas respostas.

10. Dessa forma, voto pela rejeição da preliminar de prescrição da pretensão punitiva.

#### **I.II. Irretroatividade da norma sancionadora mais onerosa**

11. Carlos Borges e Planner argumentam (Rel. §§136) que a ICVM 558/2015 passou a exigir padrões mais altos de diligência, e, como os fatos narrados são de 2013, não seria possível que a norma de caráter fiscalizatório-punitivo retroagisse em prejuízo do acusado. Assim, não haveria que se falar em responsabilização de Carlos Borges pois, considerando o arcabouço legal vigente, o acusado teria atuado devidamente. No mérito, alega ausência da individualização de sua conduta e diz que não haveria indício que o vinculasse Carlos Borges aos eventos narrados no TA, mas disto trato na seção específica do voto.

12. Concordo em parte com o argumento da irretroatividade. Não é legalmente admissível retroagir uma norma sancionadora em prejuízo do réu. É preciso julgar com os padrões então vigentes. Porém, se de um lado a ICVM 558 estabeleceu padrões mais rigorosos de diligência, de outro isto não significa que o regime anterior não exigia nenhum grau de diligência. Além disso, entre as infrações imputadas, nenhuma menciona a ICVM 558 ou o padrão mínimo de diligência por ela estabelecido.



## II. OPERAÇÃO FRAUDULENTA

13. Em breve síntese do que o Relatório descreve com maiores detalhes, as operações fraudulentas no processo teriam ocorrido de três maneiras:

- (i) Desvios de recursos por meio de pagamentos a fornecedores da LSH Barra, investida do FIP LSH, sem recebimento de contrapartida.
- (ii) Avaliação artificialmente inflada das cotas do FIP, que se desdobra em duas formas de operação fraudulenta:
  - a) Venda de cotas a investidores por valores inflados;
  - b) Recebimento de taxas de serviços calculadas sobre patrimônio inflado.

### II.I. Desvios por pagamentos a fornecedores, sem contrapartida

14. Para a Acusação (§§30-68 do Relatório), em síntese, teria havido desvio de recursos nos pagamentos feitos pela LSH Barra a alguns de seus fornecedores, com os respectivos bens ou serviços contratados não tendo sido entregues, bem como a existência de “potenciais conflitos de interesse” na relação entre tais fornecedores e dirigentes da LSH Barra.

15. Quanto à circunstância que a Acusação descreve como de interesses conflitantes, a contratação de partes relacionadas não configura operação fraudulenta. É certo que pode constituir um indício de que tenha havido abusos ou até fraude, como inclusive ocorre neste processo (com parentesco próximo e matrimônio entre alguns idealizadores do projeto e integrantes do quadro societário das supostas prestadoras de serviço). Mas é importante notar que se trata um elemento acidental: pode estar presente sem qualquer violação, e fraudes podem ocorrer sem sua presença.

16. Atenção deve ser dada aos pagamentos sem contrapartida, que realmente podem ser determinantes da prática de operação fraudulenta se a ausência foi premeditada, como forma de locupletar-se mediante posterior distribuição dos recursos por seus recipientes.

#### II.I.I. *Polaris*

17. Em suma, a Polaris teria sido destinatária de pagamentos de quantia relevante (R\$ 6,7 milhões), a título de suposta consultoria de negócios imobiliários, que para a Acusação foram serviços não prestados. (Histórico de contratação e análise da Acusação: §§31-37 do Relatório).

18. Foca-se no objeto do contrato entre a Polaris e a LSH Barra: serviço de “*consultor de negócios imobiliários*” (v. §31 do Relatório) referente ao projeto do hotel original, que teria 170 quartos.

19. Pelo contrato, a Polaris ficaria encarregada de supervisão de todas as etapas do desenvolvimento do projeto imobiliário, incluindo o cronograma físico-financeiro das obras. Deveria “*manter informado o Comitê de Investimentos, a Gestora e a Administradora [todos do FIP LSH], mediante o envio de relatórios (...)*”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

20. Como a Acusação demonstrou, o empreendimento não atendeu ao cronograma e terminou construído com bem menos quartos que o previsto (cf. §14 do Relatório). Apesar disso, não se pode atribuir a causa do descumprimento do cronograma e do projeto inicial a suposta falha da Polaris, por dois motivos: (i) o serviço foi de consultoria, que não implica delegação das tomadas de decisão; e (ii) a cláusula 3.9 do contrato exclui de seu objeto os serviços de administração ou gerenciamento de obra.
21. Supondo que os serviços tenham sido prestados, haveria diferentes possibilidades: a Polaris apresentou uma má consultoria; ou apresentou uma boa consultoria que não foi bem aproveitada.
22. Pelo que é alegado nas defesas, Paulo Figueiredo afirmou ter cumprido integralmente o que lhe fora incumbido e ainda qualificou como “excelente” o serviço (Rel. §153). Sem desentendimento entre Polaris e LSH Barra, sua alegação pressupõe incompetência ou de quem era responsável pela execução das obras, ao não saber executá-las de acordo com a consultoria, ou da própria Polaris, ao achar que executou bem o serviço sem que o tenha feito. A incompetência mais extrema, afinal, é aquela de que o incompetente nem mesmo se dá conta.
23. A análise fundamental é sobre ter havido contraprestação, o que se verifica pela comparação entre o que a Polaris diz ter feito e o que foi contratado – um total de seis tarefas<sup>1</sup> (v. §35 do Relatório) - e os informes para atualizar as partes (§32), em periodicidade prevista em documento separado – porém não há contrato separado, de modo que a mera quantidade de relatórios não serve de referência.
24. O conteúdo dos relatórios, porém, levanta fortes questionamentos. Seria possível todas as atividades de um período de quatro anos ocuparem um total de 32 páginas (algumas em branco) divididas em cinco relatórios? Ainda que fosse, este não me parece ser o caso nos autos: os relatórios não são verossímeis, repetem conteúdo, não descrevem serviços nem orientações sobre execução dos trabalhos.
25. Assim, os relatórios com que os acusados pretendem provar o cumprimento dos serviços me parecem servir de evidência da ausência desses serviços, não pela quantidade de relatórios ou seu tamanho e sim pelo conteúdo, que diverge do motivo pelo qual foi contratado.
26. Com isso, entendo que o contrato de consultoria entre Polaris e LSH Barra constitui o ardid – não houve serviços prestados, sendo os repasses a esse título a vantagem indevida.
27. Um número indeterminado de investidores foi mantido em erro (especialmente quando são considerados os beneficiários – ou prejudicados – finais, os pensionistas das entidades de previdência prejudicadas), já que os recursos utilizados para pagar o fictício contrato com a Polaris vieram das aplicações dos cotistas no FIP LSH investidores. Como tais serviços compunham as despesas que os investidores conheceriam ao averiguar a destinação dos recursos, há no mínimo a intenção de induzi-los e mantê-los em erro.

---

<sup>1</sup> (i) assessoramento na definição do projeto do hotel; (ii) assessoramento na escolha da futura bandeira/operador hoteleiro; (iii) assessoramento na definição do modelo jurídico e processos de viabilização junto a órgãos governamentais; (iv) assessoramento na busca de oportunidades e seleção de potenciais operadores terceirizados para os setores de alimentos, bebidas e demais serviços prestados pelo hotel; (v) assessoramento na comunicação do projeto; e (vi) outros assessoramentos do projeto, tais como o acompanhamento mensal da construção para verificar a execução correta do projeto e a vistoria de conclusão da obra.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

28. Por fim, entendo nitidamente caracterizado o dolo de obter vantagem ilícita. O recebimento indevido pelo pagamento de uma prestação de serviço sem sua devida prestação está bem demonstrado como premeditado, ainda mais num contrato de trato continuado, em que os pagamentos seguiram sendo feitos apesar de os serviços seguirem não sendo prestados.

29. Entendo caracterizada a fraude em relação à Polaris.

#### ***II.I.II. Maramar e Great Wall***

30. A Acusação alega ausência de fundamento econômico nos pagamentos para a Great Wall, por ter recebido quantias vultosas como representante comercial da Maramar, maiores que as da própria Maramar, importadora de materiais de construção. (V. §§38-50 do Relatório). A Acusação também questiona os pagamentos à Great Wall feitos diretamente pela LSH Barra, sem passar pela Maramar.

31. A Acusação é procedente, apesar de haver, aqui, um “certo” cumprimento do contrato (já que houve mármore entregue). Convém repassar rapidamente a relação entre LSH Barra e essas duas outras empresas. O contrato para compra de mármore foi firmado entre LSH Barra e Maramar. A Great Wall tinha contrato com Maramar para representação comercial desta última na China. A remuneração da Great Wall não era especificada nesse contrato, apenas se dizia que corresponderia a “uma comissão sobre as vendas que intermediasse” (Rel. §40).

32. Porém, como bem demonstrado pela Acusação, o valor pago à Great Wall a título de comissões alcançou R\$ 5,6 milhões, enquanto a Maramar recebeu cerca de R\$ 3 milhões (Rel. §45). Por si só e em princípio, isto não bastaria para caracterizar fraude na operação, pois os envolvidos poderiam, seja na fase de apuração ou mesmo na defesa, demonstrar ter havido contratação específica que justificasse tais valores, e qual contrapartida a eles teria correspondido.

33. Não dá para se afirmar categoricamente que uma comissão só pode se dar por valores inferiores aos das vendas, ou que serviços teriam sido incluídos sob o rótulo geral de “representação comercial” para mostrar ter havido alguma comutatividade, e não simplesmente a transferência de recursos sem contrapartida, como vantagem indevida. Porém, a fiscalização inquiriu todos os possíveis envolvidos acerca do suposto trabalho e nem os acusados, nem integrantes da LSH Barra conseguiram apresentar evidência de atuação da Great Wall, seja na aquisição dos mármore, seja em qualquer outro serviço.

34. Como se observa do depoimento prestado por M.P.S., diretor financeiro da LSH Barra entre 15.5.2013 e 15.3.2016 (0885415), havia desconfiança por parte de integrantes da própria companhia investida, pois, quando questionado se sabia da Great Wall como subcontratada da Maramar, afirmou que “*não imaginava, não*” e não entendia a necessidade de “*outra empresa fazer a mesma coisa, algo do gênero*” e que “*as responsabilidades dessa Maramar (...) me parece que ali já se bastavam*”.

35. A falta de evidência de contrapartida, acompanhada pelo testemunho do desconhecimento e da opinião de desnecessidade do suposto serviço pelo próprio diretor financeiro da LSH Barra, somam-se à ocultação da informação de que os beneficiários finais da Great Wall eram José Pacheco e Paulo Filho,



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

de modo que o contrato entre LSH Barra e Great Wall não precisasse da aprovação da assembleia geral de cotistas do FIP, prevista para prestações de serviço entre partes relacionadas.

36. Quanto ao pagamento diretamente para a Great Wall, em princípio não significa nada além de mero ajuste visando a uma maior praticidade, arranjo comum na prática negocial, que pode ter diversos objetivos lícitos. Porém, dadas as demais circunstâncias demonstradas nos autos, o pagamento direto alinha-se como indício aos propósitos de ocultar desvios.

37. Assim, entendo haver demonstração suficiente de fraude no contrato entre Maramar e LSH Barra, pois são pagamentos vultosos, por valores que não se demonstram verossímeis diante de sua suposta destinação a remuneração de comissão por vendas e da aparente ausência de contrapartida (evidências fortes de vantagem indevida) e diante da ocultação das partes relacionadas e destinatárias finais dos recursos (evidências fortes do dolo), pelo que se justifica a condenação.

#### ***II.I.III. Add Tech, Add Cable e MLS***

38. Trato das três num único tópico por sua similaridade. Assim como no caso da Polaris, entendo que os contratos firmados entre Add Tech, Add Cable e MLS e LSH Barra contêm elementos suficientes para caracterizar a fraude.

39. Conforme exposto amiúde nos §§54, 59 e 64 do Relatório, em nenhuma dessas contratações as partes conseguiram comprovar, quando indagadas pela fiscalização, qualquer contraprestação. Assim, a LSH Barra pagou por serviços fictícios, sem cobrar que fossem entregues, demonstrando o desvio doloso de recursos. O contrato foi a roupagem artilosa para ludibriar os investidores, mantendo-os em erro, já que a destinação dos recursos captados foi deliberadamente justificada com destinação falsa, caracterizando-se a fraude em tais contratos.

#### ***II.I.IV. Autorialia***

40. Paulo Filho era diretor da LSH Barra e atuou tanto em nome da LSH quanto da Polaris. Atuou também em nome de MLS, Add Tech e Add Cable. No contrato com a Maramar, Paulo Filho atuou pela LSH Barra. Ele e José Pacheco (então membro do Conselho de Administração da LSH Barra) eram sócios da Great Wall e agiram para que os desvios fossem feitos em seu benefício pessoal.

41. Paulo Figueiredo sustenta não estar sujeito à Instrução CVM 8, pois não seria “*acionista, diretor ou administrador de companhia aberta*”. Ocorre que figura neste processo por atuar como membro do comitê de investimento do FIP LSH, enquadrando-se como um dos “*demais participantes do mercado*” a que a regra se refere. Se a pessoa usa o mercado de capitais para praticar ilícitos, ela participou dele. Seria o cúmulo poder usar o mercado apenas para praticar ilícitos, isento de consequências na esfera administrativa. E não é apenas porque a situação seria bizarra, pois se a lei assim previsse, o problema teria que ser resolvido na edição de normas. Mas entendo que o texto normativo, ao referir-se ao ato de *participar* do mercado, sem qualificadoras como “*regularmente*”, “*mediante registro*” ou coisa do tipo, comporta adequadamente essa leitura sem ampliação semântica, inadmissível em contexto punitivo.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

42. Assim, pela contratação da Polaris, devem ser responsabilizados Paulo Filho e Paulo Figueiredo. Pela contratação da Maramar, devem ser responsabilizados Paulo Filho e José Pacheco. Nas contratações de Add Cable, Add Tech e MLS a responsabilização recai sobre Paulo Filho.

### **II.II. Fraudes decorrentes da sobrevalorização do patrimônio líquido do FIP LSH**

43. Os fatos aqui referidos constam dos §§71-118 do Relatório. Os acusados são Paulo Filho, Ricardo Rodrigues, BRB DTVM, Henrique Leite, Andrea Lopes, Orla e Paulo Landeira.

44. A operação fraudulenta nesse caso se basearia nos relatórios de avaliação usados para valorar o LSH Barra, e a adoção de metodologia de cálculo inadequada sobre as cotas. Daí, tem-se a sobrevalorização do patrimônio líquido do FIP LSH. Uma vez sobrevalorizado, quando ocorreu a venda de suas cotas, teria havido uma transferência indevida de riqueza dos adquirentes para os alienantes, correspondente à parcela artificial do preço, em detrimento de quem os adquiria.

#### **II.II.I. Laudo de Avaliação – Valor artificialmente inflado**

45. De início, reitero o papel da CVM na análise de laudos de avaliação. Faço menção à manifestação da SRE, no PA 19957.004081/2023-41, acompanhado de forma unânime pelo Colegiado em 16.1.2024:

“(…) o papel da CVM na análise de um laudo de avaliação se restringe aos aspectos objetivamente estabelecidos na Resolução CVM 85 (…).

51. (...) [O] real valor intrínseco de uma companhia é decorrência da interação complexa de muitos fatores financeiros e econômicos, muitos de difícil observação. Assim, cabe ao avaliador, utilizando seu conhecimento e sua experiência, além de informações gerenciais fornecidas pela companhia avaliada e que julgue consistentes, emitir sua opinião, estimando o valor de uma companhia.” (Ofício Interno nº 5/2024/CVM/SRE/GER-1, no Proc. CVM nº 19957.004081/2023-41, de 11.01.2024).

46. Assim, alinho-me ao entendimento já consolidado no Colegiado<sup>2</sup>, de que, fora erros materiais, ou indícios fortes de ilícitos, a CVM não pode questionar escolhas profissionais do laudo de avaliação. Apenas informações falsas deliberadamente utilizadas para enganar podem ser questionadas.

47. Para a Acusação, duas questões constituiriam o suposto ardid ou artifício no laudo de avaliação: (i) a interferência de Paulo Filho, e (ii) a adoção de premissas falsas ou excessivamente otimistas.

---

<sup>2</sup> PAS CVM nº 19957.006657/2020-61, Rel. João Pedro Nascimento: “112. A menos que sejam constatados erros técnicos ou materiais, ou indícios fortes da ocorrência de ilícitos, a CVM não deve intervir na escolha da metodologia, das premissas e dos critérios utilizados na elaboração de determinado laudo de avaliação.”.

PAS 19957.005983/2019-18, j. 10/08/2021, Rel. Marcelo Barbosa: “106. Ou seja, nem as áreas técnicas da CVM nem seu Colegiado estão em posição de impor suas opiniões sobre metodologias e premissas adotadas no laudo de avaliação, quanto mais sancionar administradores de companhias abertas por terem utilizado laudo de avaliação com premissa diferente daquela entendida como mais adequada pela Acusação. (...) 110. Sem que haja elementos mínimos para demonstrar a intenção dos Acusados de macular o laudo de avaliação, em benefício próprio ou de terceiros, ou mesmo por refletir vício metodológico grosseiro, entendo que a CVM não está autorizada a questionar as escolhas técnicas feitas pelo avaliador nem a presumir que ‘o preço de emissão tenha sido fixado como o foi em benefício da acionista controladora’”.

PAS CVM nº 19957.005532/2021-03, de minha relatoria, j. em 13.8.2024: “19. E fico deliberadamente nessa análise superficial, pois não é nem deve ser competência da regulação de mercado de capitais a avaliação do mérito sobre a escolha dos critérios de uma avaliação de apreçamento de ativos, salvo no que se refere a informações objetivamente falsas (seja casos de fraude, seja de constatação de falsidade das premissas fáticas das demonstrações financeiras), do que não se trata nestes autos.”



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

48. Não procede a tese de que a interferência de Paulo Filho faria do laudo um ardil. A Acusação parece confundir a atenção especial que a participação de interessados demanda para verificar possíveis abusos, com a própria irregularidade. Não é quem, é o quê. Se o laudo é fraudulento e Paulo Filho dele participou, responde pela autoria. Se participou e o laudo não é fraudulento, não há irregularidade. Sobre esse ponto, Henrique Leite e a Baker Tilly afirmam que a participação de Paulo Filho na elaboração do laudo era necessária para alinhar as premissas (Rel. §94). Se há transparência, permitindo aos investidores saber quem participou da produção do laudo, *caveat emptor*. Quem lê o material deve ter o juízo crítico para fazê-lo com grão de sal, sabendo que foi elaborado em parte com base em manifestações de quem tem interesse em alcançar valores superiores.

49. Nesse sentido, veja-se como em relação a companhias, não há ilegalidade em utilizar dados fornecidos pela administração no preparo do laudo – o contrário seria quase impensável. A decisão pelo uso ou não das informações prestadas cabe, em última instância, ao avaliador. Se não as entender consistentes, não as deve utilizar. Dizia a Instrução CVM 361 em seu Anexo III:

III – As informações constantes do laudo de avaliação deverão ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral. Quanto às informações gerenciais, o avaliador somente as aceitará e utilizará se entender que elas são consistentes.

50. Com relação às premissas do laudo, juízos de mérito quanto à qualidade *negocial* das premissas não cabem ao regulador. Já quanto à veracidade delas, sim.

51. A Acusação alega o uso de premissas falsas na previsão de receitas com restaurante e sala de convenções. Na data de emissão do laudo, já haviam sido firmados dois contratos de cessão dos respectivos espaços por valores muito inferiores aos anunciados no laudo (cf. §98 do Relatório).

52. Entendo ter razão a Acusação. Os contratos de cessão dos espaços foram assinados em 1.9.2015, pelo valor total de R\$ 360 mil ao ano com prazo de 10 anos. O laudo de avaliação, de fevereiro de 2016, não só não mencionou a cessão dos espaços, como ainda previu uma receita líquida advinda da exploração comercial deles no volume de R\$ 46,4 milhões para 2017.

53. A disparidade é gritante. Trata-se de uma previsão de receita líquida de R\$ 46,4 milhões em um ano quando os locais já estavam cedidos por R\$ 360 mil por ano. Mesmo supondo que a receita total de R\$ 360 mil fosse líquida, ela foi superdimensionada em quase 130 vezes. E mesmo supondo que 2017 fosse o único ano em que o laudo previa que a exploração dos espaços fosse gerar resultados, o valor presente líquido de toda a cessão, pelos dez anos que estava contratada, não chegaria nem mesmo a R\$ 2 milhões<sup>3</sup>, pelo que ainda se estaria falando de um superdimensionamento de mais de 23 vezes. Há que se verificar apenas se é há evidências suficientes de que não se tratou de erro por descuido, e sim uma representação dolosamente falsificada da realidade dos fatos.

---

<sup>3</sup> Pela menor taxa de desconto que o próprio laudo utiliza (17,6% para o período da perpetuidade), R\$ 360 mil por ano por dez anos teriam um valor presente líquido de R\$ 1.929.983,65.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

54. Quanto a isto, não há provas de que a Baker Tilly, responsável pela avaliação econômica, tenha tido acesso a esses contratos, tampouco que dolosamente tenha omitido essa informação. Já Paulo Filho participou da elaboração do laudo, fornecendo informações, e foi o signatário dos contratos de cessão pela LSH Barra. O acusado não apresentou explicações sobre a enorme diferença entre as projeções das receitas referentes ao restaurante e à sala de convenções nos laudos de avaliação *vis-à-vis* o que previam os contratos, pelo que concluo ter razão a Acusação ao dizer que Paulo Filho agiu intencionalmente para que a avaliação resultasse valor consideravelmente maior que o real, distorcendo a formação de vontade dos investidores para investirem no projeto. Embora este incluísse a real intenção de lançar um empreendimento imobiliário – tanto que um hotel foi concluído e tornado operacional –, incluía também superavaliações destinadas a serem desviadas, como pagamentos por contrapartidas inexistentes.

55. Constatado o caráter fraudulento do laudo, trato brevemente de outras incorreções alegadas pela Acusação quanto às metodologias de cálculo (cf. §§71-92 do Relatório).

56. A metodologia de precificação adotada pela BRB DTVM envolvia somar os aportes feitos na LSH Barra ao valor determinado no laudo de avaliação (Rel. §78). Constatou corretamente a Acusação que foi usada a soma de grandezas obtidas por duas metodologias distintas, quais sejam, a avaliação econômico-financeira, elaborada antes dos aportes, e o custo nominal dos aportes feitos. Ocorre que a estimativa do valor econômico tem que ter por premissa que os aportes sejam feitos. Somá-los ao valor econômico significa contabilizá-los duas vezes, ainda que uma delas de maneira mais “conservadora” (pois considera a grandeza nominal, e não o valor que dela se espera). Um erro desses, por mais grosseiro que seja do ponto de vista de finanças, não poderia por si só caracterizar fraude, mas não me parece crível que tenha advindo de mera ignorância, diante de tudo o que se apurou sobre a BRB DTVM e o grupo criminoso que lhe tomou as rédeas.

#### ***II.II.II. “Transferência Indevida de Riqueza”***

57. A Acusação sustenta que a sobrevalorização do FIP LSH teria provocado a “transferência indevida de riqueza” dos investidores em favor dos beneficiários da fraude. Trata-se da vantagem ilícita, isto é, a apropriação de patrimônio das vítimas sem a contrapartida prometida que as fez consentir com a transferência. Houvesse contrapartida, seria uma transferência *devida* (e recíproca) de riqueza. A vantagem indevida integra o tipo como resultado pretendido pela conduta, e embora sua efetiva obtenção não seja necessária para consumar a infração, a circunstância de ter sido obtida é relevante para fins de melhor compreensão dos fatos, com destaque para a avaliação sobre a presença do dolo. Também constitui um elemento relevante para fins de dosimetria.

58. A transferência da vantagem ilícita ou riqueza indevida teria ocorrido de três formas (Rel. §§106-118): (i) taxas de administração e de custódia, porque calculadas sobre um PL artificialmente inflado; (ii) venda de cotas de Ricardo Siqueira e de Paulo Filho, porque apreçadas a partir de projeções artificialmente elevadas e (iii) pagamento de comissões não previstas nos contratos com as administradoras.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

59. Pelo que expus nos §§57-58, ficou bem demonstrada a supervalorização do FIP LSH. Assim, entendo que a venda de cotas de Ricardo Siqueira e Paulo Filho constituiu a obtenção de vantagem ilícita ou, como a Acusação descreve, transferência indevida de riqueza. Nítidos também os demais requisitos da operação fraudulenta nesse item pois Paulo Filho participou da elaboração do laudo e Ricardo Siqueira, ciente dos mecanismos empregados para inflar os preços, votou por aprová-lo (Rel. §104), de modo que tinham consciência de que havia vantagem indevida no que estavam recebendo e, por seus papéis na estrutura, fica bem claro que queriam aquele resultado.

### **II.II.III. Atuação das administradoras fiduciárias**

- **Henrique Leite e Andréa Lopes**

60. A atuação das administradoras fiduciárias é mais complexa. Em sua delação premiada, Henrique Leite reconheceu ter participado de esquemas com ganhos de vantagens indevidas por meio da BRB, salvo nas negociações de cotas sobrevalorizadas no mercado secundário, conforme trecho abaixo:

Com relação às vendas das cotas de Ricardo Rodrigues no mercado secundário, posso elencar como investidores captados FIM Sculptor no valor de R\$ 3.000.000,00, EBPH no valor de R\$ 24.650.000,00, RPPS de Campinas no valor de R\$ 15.000.000,00, RPPS de Campos dos Goytacazes no valor de R\$ 14.000.000,00 e RPPS de Iguaba Grande no valor de R\$ 2.000.000,00. Eu e meu pai não participamos da intermediação dessas operações do mercado secundário, portanto não houve a geração de vantagens indevidas. Apesar do RPPS de Campinas ser cliente da BRB DTVM não mantive qualquer conversa sobre vantagem indevida com seus gestores ou representantes. Ressalto que nosso acordo com o Ricardo Rodrigues seria que ele ou algum investidor indicado por ele comprasse as cotas de titularidade dos Fundos da BRB para "abrir espaço" nas carteiras e dessa forma nosso grupo conseguiria comprar outras operações nos fundos.

Essas operações do Ricardo Rodrigues geraram pequeno lucro para o BRB, pois a operação se dava da seguinte forma: a BRB DTVM atuava como distribuidora das cotas do Ricardo e ganhava uma comissão por isso. Não houve nenhuma vantagem pessoal para mim, para meu pai e para nenhum outro integrante do grupo do Ricardo Leal, e acredito que ele deve ter dado alguma vantagem indevida para os representantes dos RPPSs que compraram suas cotas.

61. Trato como verdadeiras as afirmações da delação premiada, por ausência de elementos nestes autos em sentido contrário.

62. A partir das declarações de Henrique Leite, assim, uma diferença sensível entre sua atuação e aquela de Paulo Filho e Ricardo Rodrigues é a de não ter recebido vantagem pessoal – o que deve ser lido, a meu ver, como vantagem pessoal *diretamente* decorrente da operação, como um pagamento em paralelo ou um favor não financeiro explicitamente atrelado como contrapartida de sua atuação. Vantagens pessoais indiretas (e não necessariamente ilícitas em si mesmas) certamente o acusado buscou e provavelmente até recebeu, já que, não tivessem vindo à tona, as operações teriam composto seu histórico como funcionário, volumes negociados para cumprimento de metas, crescimento dentro da empresa em que trabalhava, fortalecimento de laços pessoais, atendimento de compromissos políticos e



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

daí por diante. Não é dessas vantagens de que aqui se trata, mas penso ser conveniente o comentário pois qualquer afirmação de que alguém age *sem* buscar absolutamente nenhum benefício – na mais ampla acepção deste termo, que inclui todo benefício lícito – transmite a ideia de uma atuação que, fora comportamentos irracionais (desde as pequenas inconsistências estudadas pela economia comportamental até as mais graves estudadas pela psiquiatria clínica), seria de todo inverossímil.

63. Há alegações em outros processos, hoje já públicos, de outras autoridades segundo as quais o pai de Henrique, H.D.L., recebia as vantagens financeiras e as repassava para o filho. Não podem, por óbvio, ser utilizadas como fundamento para qualquer condenação aqui. Mas mesmo supondo como verdadeiro, pela realidade circunscrita à prova destes autos, que Henrique Leite não recebeu *vantagens pessoais diretas* nessa acepção estrita, ainda assim ele terá incorrido na prática de operação fraudulenta. Por seus depoimentos, é nítido que Henrique tinha conhecimento dos métodos utilizados para “convencer” as entidades de previdência complementar a aportar recursos nos projetos, inclusive de que os negócios de Ricardo Rodrigues envolviam superdimensionamento artificial de valores.

64. Como qualquer ilícito contra o patrimônio, o que se protege é a propriedade da vítima, não importando o enriquecimento do infrator, de modo que o benefício em todo tipo infracional é sempre *para si ou para terceiros*. Sabedor de que tais operações eram voltadas a gerar vantagens ilícitas, Henrique tinha o dolo direto de sua obtenção, ainda que para si próprio.

65. E mesmo se num ou noutro caso não tiver tido conhecimento suficientemente profundo das informações das operações para ter ciência de todos os elementos da fraude, como valores artificialmente inflados ou quantias desviadas sem contrapartida, terá tido em tais casos o dolo eventual. Não se trataria aqui da figura da mera “fraude por omissão”: nem culposa, cuja impossibilidade já é consolidada neste Colegiado, nem por uma omissão genérica, ainda que dolosa, em deveres de supervisão imputados à administradora sobre as atividades da gestora – por genérica, refiro-me a uma postura de não examinar o que a gestora faz, mas sem ter elementos para inferir que poderia cometer fraude (pois, ainda que eventual, o dolo tem que ser específico<sup>4</sup>).

66. Sabedor de que a conduta dos Promotores envolvia fraude e conhecendo o suficiente do contexto, entendo que seu dolo era, ainda que eventual, específico, tendo materializado a infração. Cito palavras da Diretora Marina Copola, em seu belo artigo “*Sem querer querendo: uma discussão sobre dolo eventual nos ilícitos administrativos do mercado de capitais*”:

---

<sup>4</sup> Como me manifestei no PAS 19957.001921/2020-71, em divergência (que prevaleceu por desempate) da condenação proposta pelo Relator Presidente Marcelo Barbosa, mesmo uma hipotética negligência proposital no dever de evitar irregularidades não tem a especificidade necessária do dolo, pois os agentes cuja atuação o *gatekeeper* supervisiona podem agir corretamente (como em geral agem), e mesmo que cometam irregularidades, estas podem ser de diversas outras naturezas que não a do cometimento de operações fraudulentas: “29. Seria mais adequado dizer que, pela conduta que o voto da relatoria entendeu ter sido praticada pela [Acusada], esta assumiu o risco da *prática* de diversas fraudes, não simplesmente [de sua] *ocorrência*, pois as fraudes não resultam diretamente da conduta da [Acusada]. (...) [A negligência] permitiu que outros fraudassem, *mas não se pode dizer que a negligência se confunde com dolo eventual* de que “resultassem” fraudes. O resultado (...) no direito punitivo, insisto, deriva diretamente dos atos, sem a atuação adicional de terceiros. 30. (...) Sem uma conduta adicional de terceiros, tentar gerar prejuízos a terceiros, ou tentar levá-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 [incapaz] de gerar o resultado pretendido. E sendo que aqui, nem se fala em ter a [Acusada] tido a intenção especificamente de que houvesse a lesão aos fundos de pensão, e sim assumido o seu “risco”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

"[O] dolo eventual é tido como aquele em que, se o agente não deseja propriamente o resultado, ele ao menos aceita o risco de sua ocorrência como possível ou provável."

"[N]o dolo eventual o agente conhece os riscos da conduta. Ele pode não desejar o resultado, mas é consciente de sua possibilidade: há uma decisão pela 'possível lesão do bem jurídico' que não o dissuade do plano de ação original."<sup>5</sup>

67. Como exposto, as cotas estavam sobrevalorizadas, e Henrique Leite tinha o dever de averiguar a veracidade das premissas, que conscientemente e intencionalmente descumpriu. Dessa forma, foi imprescindível sua atuação, usando a empresa em que trabalhava (BRB DTVM) como instrumento para divulgar valores artificialmente inflados das cotas do FIP, além de deixá-la processar a compra e venda destas no mercado secundário (sem falar, porque ausentes destes autos, nas comissões muito mais elevadas cobradas diretamente para os integrantes do grupo, da ordem de 20%, como remuneração por dar curso à fraude<sup>6</sup>). Por isso, Henrique Leite deve ser condenado.

68. Mas não Andréa Lopes. Pela prova destes autos, quando ela assumiu seu cargo, em outubro de 2016, o esquema fraudulento já estava entranhado na BRB e, mais especificamente, na diretoria que passou a ocupar. Dessa forma, para concluir por sua autoria, falta comprovação de que Andréa tivesse conhecimento da situação. Nesse sentido, destaco alguns trechos de precedente recente em que me manifestei sobre os desdobramentos da Operação Greenfield e a participação da acusada aqui referida:

"[...] Esse esquema era voltado ao desvio de recursos e, como em toda fraude, possuía seus próprios mecanismos e meios para que não fosse descoberto. Toda fraude é feita para não ser descoberta. Quem não faz parte ativamente da fraude tem tanto mais dificuldade de detectá-la quanto mais rebuscada ela for. No caso concreto, isso se evidencia flagrantemente em dois trechos do relatório da Polícia Federal, acima transcrito, que repito a seguir (com destaques adicionados):

**(1):** Apesar de possuírem contas de e-mail do grupo BRB, o grupo fazia questão de **manter as suas comunicações totalmente fora do radar dos controles internos.**

**(2):** ...fica claro, pela declaração de funcionários, que **a compartimentação de funções no BRB e na BRB DTVM é puramente aparente.** HENRIQUE LEITE se dirige, questiona e emite ordens diretas a funcionários que não estão imediatamente na estrutura formal de subordinados a ele

36. Isso quem disse não foi a defesa de Andréa Lopes ou mesmo do BRB, que poderia alegar ter sido vítima da atuação ilegal de representantes agindo fora de seus mandatos. Foi a Polícia Federal, com o intuito de identificar e punir os responsáveis pelas irregularidades que se passavam no BRB.

37. *'Totalmente fora do radar dos controles internos'*. Não é como se o operador do radar estivesse distraído mexendo no celular ou tirando uma soneca enquanto sinais de alerta apareciam na tela do aparelho, ou que tivesse aceitado sua posição sem nem saber como se opera um radar. Tudo isso se poderia chamar de falta de diligência. Tampouco se pode falar num operador de radar que quando sabe que os sinais irão aparecer vira propositalmente o rosto para o outro lado, o que já avançaria para uma coautoria por omissão. O que a Polícia identificou é que apesar de haver controles internos, os artífices da fraude agiam de modo a burlá-los - "totalmente". (...)

38. *'A compartimentação de funções no BRB e na BRB DTVM é puramente aparente'*. Ou seja, isso reforça a noção de que a Andréa não era nem sequer possível [sob a gestão de HENRIQUE LEITE] ter acesso a informações internas da BRB DTVM, comunicações (que, como visto, eram ocultadas pelos autores das fraudes), e demais componentes dos sistemas de controle. (...)"<sup>7</sup>

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> Evidentemente, não podem ser usadas como fundamento de qualquer condenação, mas menciono sua existência para maior contextualização: as investigações policiais nas operações Greenfield e Circus Maximus indicam que o grupo de Henrique Leite na BRB DTVM cobrava cerca de 20% de comissão, por fora do 0,5% formalmente cobrado pela BRB, dos valores que Ricardo Rodrigues e Paulo Filho recebiam na venda de suas cotas do FIP LSH no mercado secundário.

<sup>7</sup> PAS CVM n° 19957.009152/2018-34, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 12.12.2023.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

69. Apesar de a Acusação demonstrar que a BRB recebeu taxa de administração e comissões nessas operações, isto não atesta intuito fraudulento de Andréa Lopes, que ingressou numa estrutura já subvertida por Henrique Leite e seu grupo. Mais que isso, como demonstrado no precedente a que me referi acima, Andréa teve uma atuação marcada pela busca de soluções para os inúmeros problemas de *compliance* com que se deparou em sua gestão –na mesma época que os fatos deste processo:

28. (...) [Do] ponto de vista de Andréa, o que se vê é que, a partir do momento em que surge o primeiro sinal de alerta, ela mantém uma conduta ativamente diligente voltada a apurar e corrigir irregularidades. Penso ser mais realista (e mais condizente com a presunção de inocência) supor que sua conduta sempre foi diligente e só lhe foi possível fazer algo a partir de qualquer sinal de que havia irregularidades.

29. Também entendo que a verossimilhança dessa hipótese é reforçada por outros documentos presentes nos autos, que indicam que Andréa mantinha postura proativa para aprimorar os sistemas ligados a suas funções. A acusada produziu provas de condutas voltadas a aprimorar a governança e o compliance da BRB DTVM, que praticou antes de ter tido conhecimento dos problemas do Grupo Infinity. Veja-se o “Doc. 10” (...). É um documento de 2016, antes de qualquer sinal da existência das investigações que resultaram neste processo. Ali fica evidenciada a postura que Andréa mantinha na BRB DTVM (...). Os demais documentos mostram, realmente, várias medidas que tomou após o surgimento de sinais de alerta - mas estas me parecem, pelo conjunto de demais documentos, reforçar o entendimento de que Andréa cumpriu seu dever durante todo o período em que ocupou o cargo.

70. A Defesa também traz evidências de que esse padrão de atuação foi mantido por Andréa Lopes em relação aos fatos mais específicos destes autos:

75. Como os requerimentos de informações e os pleitos da BRB DTVM (...) não eram atendidos pela LSH Barra, a Sra. Andrea (...) recomendou a contratação de empresa especializada para fazer uma revisão na estrutura organizacional da LSH Barra.

76. Em que pese todo o seu esforço para tentar adequar a contabilidade e governança do FIP LSH e da LSH Barra, a Sra. Andrea não obteve êxito, fato que ficou consignado no Ofício BRB DTVM:

“O Fundo foi administrado pela BRB DTVM, que nesse interstício, contou com 3 diretores distintos. A última diretora (...) Andrea Moreira Lopes, embora tenha se esforçado para processar o valuation do fundo para resolver o *impairment* das cotas do FIP, por meio de tentativas de pautar o assunto nos comitês junto à Companhia (...) não conseguiu êxito. A situação ficou insustentável (...) pois os orçamentos, demonstrações financeiras, processos de contratação de terceiros não eram aprovados, ferindo os prazos legais (...). Em 14.03.2017, a Sra. Andrea Moreira Lopes assumiu a Diretoria Executiva temporariamente, e renunciou ao cargo, junto com o Diretor Financeiro, em 27.04.2017, tendo renunciado também ao cargo de Conselheira da SPE LSH Barra, tendo em vista que os próprios cotistas não queriam ajustar os valores das cotas e permitir os melhores trabalhos de administração.”

77. Diante da impossibilidade de corrigir os erros encontrados, a Sra. Andrea renunciou aos cargos de administração da LSH Barra, bem como recomendou que a BRB DTVM renunciasse à administração do FIP LSH, o que ocorreu em 24.05.2017.

71. Reconheço o trabalho das áreas que apuraram os fatos e formularam as acusações e é compreensível que Andréa Lopes tenha sido acusada à luz dos fatos disponíveis à época, em que sua ocupação formal do determinado cargo fez supor seu envolvimento. O trabalho da Defesa e a revelação posterior de como se dava a dinâmica das decisões e das burlas pelo grupo de Henrique Leite, porém, puderam trazer elementos que aclararam o ocorrido, de modo que quanto a esta acusada, não se trata apenas de insuficiência de provas de uma conduta irregular. Há mesmo provas positivas de uma conduta proativa para correto desempenho de seus deveres, e por isso voto por sua absolvição.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

• **Orla DTVM e Paulo Landeira**

72. Tampouco praticaram operação fraudulenta, por falta de dolo, Orla DTVM e Paulo Landeira.
73. Rememore-se brevemente que a acusação contra a Orla foi por esta ter mantido a precificação do ativo LSH Barra. Destaco que a Acusação nem mesmo alega dolo em relação a tais acusados.
74. As funções exercidas por certos prestadores de serviço não requerem que integrem o *consilium fraudis*, de modo que quem comete a fraude tem interesse em ocultá-la deles. Ainda que sejam em alguma medida beneficiários de quantias pagas a maior, isto não pressupõe seu conhecimento nem consentimento quanto aos meios empregados para obter vantagens ilícitas – que em sua ótica podem ter parecido apenas vantagens legítimas, já que prestaram os serviços e foram remunerados com base em números que, assim como as vítimas, lhes teriam parecido verdadeiros. Para ter maior chance de sucesso, afinal, o fraudador não engana apenas as vítimas, como também todos aqueles que podem detectar e denunciar o ilícito. No caso dos autos, ficou bem demonstrado que as fraudes ocorreram no período inicial do empreendimento, com grandes desvios diretos de recursos, escoados pela companhia investida travestidos de pagamentos por serviços, e na confecção de laudos de avaliação fraudulentos, com duplicidade de entradas e previsões mentirosas de receitas. Personagens que ingressam na trama posteriormente já encontraram um cenário pronto, e mesmo que alguns deles, como a Orla, possam ter até recebido alguma contrapartida objetivamente excessiva (porque calculada sobre valores inflados), é preciso esmiuçar sua conduta para ver o que efetivamente fizeram, o que tentaram fazer e o que nem mesmo tentaram.
75. A situação a meu ver é análoga à da Caixa Econômica Federal, acusada por operação fraudulenta no PAS 19957.006657/2020-61 em que o Relator, João Pedro Nascimento, assim afirmou (20.2.2024):
78. A meu ver, neste caso, para melhor enquadramento das condutas praticadas aos comandos legais da atividade sancionadora da CVM, respeitosamente, parece-me que, em vez da imputação de “operação fraudulenta”, os elementos fáticos guardam mais pertinência com eventual linha de acusação por “não observância de deveres fiduciários”, ao menos por parte da administradora e gestora dos Fundos.
79. Isso porque, no caso concreto, ao que tudo indica, a Caixa não agiu com a diligência necessária, mas (i) tal negligência não é objeto da Acusação e (ii) a Acusação não logrou demonstrar que a falta de cuidado foi intencional a ponto de concretizar a conduta fraudulenta. (...)
185. O caso não trata de eventual violação a deveres fiduciários, especialmente o de diligência, da Caixa (...) na estruturação e constituição do FIP (...). Discute-se se eventual omissão constituiria (ou não) ardil ou artifício, elemento central da imputação de operação fraudulenta.
186. Diante da apresentação de elementos fáticos que explicam as razões jurídico econômicas da estruturação do FIP Sondas, entendo que a eventual falta de diligência da Caixa ao não revisar ou criticar os estudos elaborados pela P.S.A. não pode ser interpretada como elemento do ardil ou artifício (...).
76. Vejo situação semelhante nestes autos. Embora a Orla possa ter até recebido *vantagem ilícita*, este não é o único elemento da fraude. É preciso o dolo de ludibriar investidores para recebê-la.
77. Na prática, trata-se de uma acusação de fraude por omissão culposa, o que não se admite. A Orla poderia ter sido acusada por falha em seus deveres de supervisão, se assim tivesse sido acusada, tido a oportunidade de se defender e não afastado as imputações satisfatoriamente. Mas nem isso me parece



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

que poderia ocorrer, pois diante do material apresentado pela Defesa, há elementos que atestam uma conduta positiva por parte da Orla e Paulo Landeira. O problema remanescente era o laudo inflacionado, e os acusados aqui referidos demonstraram esforços concretos para substituí-lo por um novo, elaborado pela Metrika (v. Relatório, §132). À luz das evidências, é verossímil que tais esforços só não tenham dado certo por motivos alheios a sua vontade, i.e., a recusa de validação das premissas do laudo da Metrika por quem detinha em última análise o controle da LSH Barra (por razões óbvias, já que eram artífices e diretos beneficiários dos números inflados). Igualmente verossímil que tenha sido essa a causa do atrito entre a Orla e Paulo Filho, que culminou na destituição da Orla como administradora do FIP LSH apenas quatro meses após sua nomeação.

78. Em suma, Orla não teve dolo na manutenção do laudo de avaliação artificialmente inflado e ainda agiu para corrigir a irregularidade. Deve ser absolvida da acusação de cometimento de fraude – o que se estende a Paulo Landeira, independentemente da conduta que a peça acusatória lhe atribuiu.

- **BRB DTVM**

79. Quanto à BRB DTVM entendo aplicar-se lógica semelhante à da Orla, porém de maneira indireta. Assim como a Orla, o que quer que a BRB tenha recebido a mais como decorrência das irregularidades também constitui vantagem ilícita. Mas não se trata de um processo cível, em que caberia devolver excessos a título de repetição de indébito, restituindo transferências patrimoniais indevidas. A vantagem ilícita deve ter sido dolosamente buscada, pelo uso intencional do ardid ou artifício, para constituir a infração da operação fraudulenta. E os mecanismos descritos por Henrique Leite revelam que, muito diferentemente de uma postura institucional por parte da empresa, ela foi utilizada *contra* o que seria sua “vontade” coletiva. O acusado não funcionou como “órgão” dos desígnios da entidade, o que justificaria, ao menos perante o regramento jurídico vigente, a aplicação de penalidades administrativas a pessoas jurídicas ainda que tenham sido identificadas as pessoas naturais que atuaram no plano material dos fatos. Pelo contrário, quando as investigações criminais revelam que ele burlava todos os controles internos da empresa, elas revelam que a atuação *formal* da pessoa jurídica se dava *contra* o que seria a vontade coletiva daquele ente fictício.

80. Que reprovabilidade teriam a população do Distrito Federal (cujo Tesouro controla o BRB com quase 66% de seu capital), os funcionários aposentados do DF (com cerca de 15% via seu Instituto de Previdência) ou acionistas de mercado, com o remanescente, por ato um funcionário que em última análise atuou de maneira *contrária* às determinações dos detentores do efetivo poder de controle?

81. Tal punição perderia contato com os princípios que regem o direito punitivo pátrio, como a teoria finalista e mais ainda a intranscendência da pena, ao apenar indiretamente indivíduos sem dolo ou culpa, sem qualquer conduta diversa exigível – até mesmo sem conduta. Não é como se a estrutura de governança da entidade tenha sido regularmente utilizada para tais práticas. Fosse esse o caso, ainda continuaria o desconforto axiológico da injustiça de fazer pagar pela infração, indiretamente, quem não lhe deu causa, mas trata-se de desconforto com que a lei vigente obriga que se conviva. Mas quando se



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

constata que nem mesmo o processo de *formação* de vontade da entidade fictícia foi respeitado, que um grupo imbuído de maus propósitos se desdobrou em esforços para burlar todos os controles internos montados justamente para impedir práticas semelhantes (como identificado até pela Polícia Federal), fica ainda mais etéreo o liame entre a conduta humana praticada e a punição a quem não atuou, pois aqui já passa a haver em certa medida uma atuação *em sentido contrário* por quem seria apenado.

82. Se até aqueles que têm dever expresso de evitar práticas irregulares não respondem por fraude quando ela ocorre *a despeito* de sua atuação, mesmo que marcada por eventual falha no dever de fiscalizar, a mesma lógica deveria resguardar todos os demais membros constituintes da entidade cuja estrutura tenha sido manipulada por quem efetivamente agiu.

83. Dessa forma, dada essa circunstância excepcional de burla dolosa dos sistemas de controle do BRB DTVM por alguns de seus integrantes, entendo que a empresa deve ser absolvida da acusação que se baseou na conduta autônoma de Henrique Leite e seu grupo.

### III. DESCUMPRIMENTO DE DEVER DE DILIGÊNCIA

- *More Invest - Gestora*

84. A Acusação imputa infração ao dever de diligência a alguns acusados por duas situações distintas. A primeira refere-se à atuação da More Invest, gestora do FIP LSH, quanto aos contratos com as empresas destinatárias dos desvios. A More não teria demonstrado qualquer ação a fim de determinar a regularidade das operações, a efetiva prestação dos serviços especificados nos contratos, e os preços negociados em relação à prática do mercado (Rel. §§76-78). A segunda trata da atuação da RJJ e Ênio Carvalho pela inadequação da metodologia de cálculo das cotas do FIP LSH (Rel. §103-105).

85. Sobre o dever de diligência, reproduzo destaque a seguir alguns trechos do voto que proferi no PAS CVM nº 19957.001921/2020-71, de relatoria do Ex-Presidente Marcelo Barbosa,

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 êxito. (...)

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 lealdade, 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. (...)

86. Tais considerações são aplicáveis ao caso em virtude das alegações das defesas de que seguiram determinações do Comitê de Investimento do FIP.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

87. O primeiro e mais relevante questionamento diz respeito ao dever dos prestadores de serviços dos fundos de adotar procedimentos voltados a detectar eventuais irregularidades. Reporto-me novamente à minha manifestação de voto no processo acima:

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 [Gestora], 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 condizente que seguir a determinação do próprio investidor para dar cumprimento platonicamente perfeito do que os deveres fiduciários tentam aproximar. (grifei)

35. **Existe um complicador** (...) 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.** (...)

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 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. (...)

39. (...) [C]onsiderando os problemas de governança (...) [dos] fundos de pensão, (...) caberia, sim, à [Gestora] um cuidado maior para verificar se havia aparência de regularidade nas decisões [dos] investidores.

88. As circunstâncias aqui julgadas são bem semelhantes às daquele caso, de modo que o texto citado acima é inteiramente aplicável. Considerando os conhecidos problemas de governança de entidades de previdência complementar, entendo que em princípio é razoável esperar um cuidado maior da gestora para verificar se havia aparência de regularidade nas decisões tomadas pelos representantes dos investidores. Em todo caso, como afirmei acima nos trechos acima, são os deveres estabelecidos entre as partes contratantes no caso concreto que devem servir ponto de partida para verificar se deveres foram ou não foram violados – recorrendo-se, em sucessão, às previsões gerais da lei e regulamentação, especialmente quando estas têm definição menos precisa.

89. A Defesa alega que era o Comitê de Investimentos do FIP LSH que determinava como a gestora deveria agir.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

90. É razoável entender que o Comitê de Investimentos tenha responsabilidade pelas decisões que toma em nome dos investidores, pois salvo vícios de representação ou formação da vontade (que não devem ser subestimados, especialmente naquela época e em entidades de previdência complementar), os próprios investidores terão aceitado submeter-se à estrutura decisória na qual é um grupo de pessoas (do Comitê) e não outro (da Gestora) quem deve zelar pela lisura dos negócios. Assim, concordo com a solidez do raciocínio lógico da Defesa, mas discordo de uma premissa fática do caso concreto. É que o regulamento do FIP, que formaliza especificamente quais deveres as próprias partes escolheram atribuir-se reciprocamente no art. 6º, §1º, previa expressamente como **dever da gestora** a defesa dos interesses dos cotistas na representação geral perante a investida:

Parágrafo 1º — Cabe[m] à Gestora, no âmbito da gestão da carteira do Fundo, as seguintes atribuições:

(d) **representar o Fundo**, na forma da legislação aplicável, **perante a Companhia Investida e monitorar os investimentos** do Fundo, mantendo documentação hábil para demonstrar tal monitoramento;

91. Diferentemente das demais atribuições em que a Gestora atuava como acionista, essa alínea “d” não alocava a esfera decisória do FIP em seu Comitê de Investimentos. Essa alocação ocorre nas alíneas “e” e “f”, que sujeitam a atuação da Gestora *como acionista* às determinações do Comitê (ao votar nas assembleias e firmar acordos de acionistas, respectivamente<sup>8-9</sup>. A alínea “d” parece-me bem assertiva ao dispor que a Gestora tem como dever diretamente perante o Fundo – o que neste contexto equivale a dizer perante o interesse patrimonial comum dos investidores – de representá-lo “*na forma da legislação aplicável*”, autonomamente e não sob desígnios do Comitê, a fim de “*monitorar os investimentos*” do FIP. A regra me parece determinar que a Gestora é quem tem a atribuição de fazer o Fundo atuar como acionista enquanto monitor dos negócios da companhia investida. É verdade que nas ocasiões de proferir votos e firmar acordos de acionistas, não era a Gestora quem deliberava como acionista. Mas para *monitorar* a atuação da companhia, o dever seguiu na da Gestora, e sua amplitude conceitual deve ser ponderada de maneira análoga à do dever de diligência, que segue como norma geral aplicável.

92. A questão que remanesce é se o dever de monitorar foi suficientemente cumprido ou, noutras palavras, se foi negligenciado em grau que justifique a reprovação na esfera punitiva. O que me parece claro é que não pode ser considerado como imaculadamente exercido, pois ao monitorar os negócios da companhia, a Gestora não detectou que os prestadores de serviço dos contratos em que houve os desvios exibiam sinais de alerta que, apesar de dedicado para abstrair o viés de retrovisor, ainda me parecem detectáveis à época, quais sejam, as presenças de partes relacionadas entre seus sócios e administradores – e muito proximamente relacionadas.

---

<sup>8</sup> (e) representar o Fundo nas assembleias de acionistas da Companhia Investida, **formulando seu voto estritamente em conformidade com as instruções do Comitê de Investimento**, observado o disposto no Parágrafo 2º abaixo;

(f) firmar em nome do Fundo, acordos de acionistas ou quaisquer outros ajustes de natureza diversa da Companhia Investida de que o Fundo participe, **mediante prévia aprovação do Comitê de Investimento**

<sup>9</sup> As alíneas “b” e “c” também submetem as decisões da Gestora ao Comitê, mas não se referem à sua atuação como acionista da investida: (b) prospectar, selecionar, negociar e propor ao Comitê de Investimento negócios para a carteira do Fundo segundo a política de investimento estabelecida no Capítulo V deste Regulamento;

(c) executar as transações de investimento e desinvestimento, na forma autorizada pelo Comitê de Investimento e de acordo com a política de investimento do Fundo estabelecida no Capítulo V deste Regulamento



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

93. Não são todas as irregularidades que me parecem detectáveis à época, como as graves falhas na avaliação econômica da companhia ou as questões das vendas de cotas sobreavaliadas. Nem mesmo os contratos pagos sem contrapartida me pareceriam suficientemente detectáveis à época, pois, por mais que sejam óbvios hoje, não seria razoável supor que seriam necessariamente detectáveis no acompanhamento de uma construção de um hotel, em que a obra segue sendo desenvolvida a ponto de finalmente vir a ser concluída com o empreendimento até mesmo lançado. Porém, não eram todos os contratos que tinham de ser analisados no nível do FIP, e todos aqueles em que a Acusação detectou desvios estavam na alçada da revisão pelos cotistas. Embora fosse o Comitê o responsável por aprovar sua *contratação* (e assim fez, ratificando-os na reunião de dezembro de 2014), o regulamento do FIP, como visto acima, alocara na Gestora o dever de monitorá-los. Assim, entendo que é uma falha razoavelmente *evitável* que a Gestora não tenha notado o forte potencial de abuso (ou até irregularidades mais graves, como a fraude) naqueles contratos, pois a participação dos Promotores ou de parentes próximos destes era ostensiva e pública, constante de seus atos constitutivos, que compõem qualquer dossiê de exame de contratos.

94. Por outro lado, a obrigação da Gestora não é de resultado. As acusações de quebra do dever de diligência têm aspectos muito delicados, pela linha que pode revelar-se tênue entre a ineficácia e a insuficiência dos esforços. O resultado desejado não foi obtido por negligência, por imprudência ou por imperícia? A distinção parece-me relevante especialmente na esfera punitiva, pois se no âmbito patrimonial o grau de culpabilidade em princípio é indiferente para a configuração do dever de indenizar, no âmbito punitivo ocorre o oposto. Se um fiduciário é flagrantemente negligente com sua obrigação de monitorar o investimento de seus fiduciantes, isto é mais facilmente (e justificadamente) perceptível como uma conduta reprovável a ponto de merecer uma sanção. No polo oposto, certas manifestações do que se pode descrever como imperícia começam ter sua distinção turvada em relação a uma postura de bom desempenho de uma obrigação, que apenas não deu resultado. O quanto que os “melhores esforços” podem vir a se revelar aquém do esperado (mais ainda do que é esperado deste conforto onisciente do futuro, de onde julgamos), porém sem elemento subjetivo dos agentes que justifique uma reprimenda estatal de cunho sancionatório?

95. Nesse ponto, parece-me que a discussão se aproxima das construções que trazem a lógica *business judgment rule* para o âmbito sancionatório do mercado de capitais. A atuação da Gestora foi isenta de *falhas*? Parece-me que não, pois não detectou que os contratos objeto das fraudes tinham sinais de alerta a justificarem maior atenção. Se tivesse percebido as partes relacionadas e observado mais de perto os contratos, e ainda assim não tivesse detectado os desvios, seria mais simples constatar que esforços suficientes foram empregados. Até porque se trata de casos de fraude, em que pode ser difícil distinguir a imperícia de quem a deve detectar da perícia de quem a comete.

96. A defesa da More Invest argumenta também que sua atuação estaria amparada no princípio da “*reliance defense*”, pelo qual a gestora poderia confiar nas informações recebidas, sem que seja obrigada a reconduzir nova investigação por conta própria, novamente porque não haveria sinal de alerta sobre a



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

existência de informações suspeitas, imprecisas ou incompletas. Aqui se apresenta a nebulosidade a que me referi entre esforços insuficientes suficientes e esforços suficientes com algum grau de imperícia que não necessariamente justifica a imposição de penalidades, pois a Gestora prova ter feito esforços ao cobrar da Companhia informações e cuidar do bom andamento das obras (cf. Doc. 1262224):

“Ok. Mas fica a observação que as despesas do fundo já estão no limite e que qualquer outra despesa adicional irá onerar muito o fundo (que já está com caixa ‘curto’).”

“nos preocupa o ‘descolamento’ entre o ‘realizado’ com o “cronograma já reprogramado” da obra. Temos 07 meses até a solicitação do ‘Habite-se’... Como vocês estão vendo este atraso... é algo esperado para o início do ano (que corresponde também ao período de chuvas)? Pelo que entendemos os atrasos também devem impactar de algum modo os valores orçados para a continuação do empreendimento, correto? Como está a projeção de caixa da LSH?”

“Sabemos que já foi consumido parte do caixa, mas não estamos recebendo relatórios dos débitos”.

97. Tal atitude deve ser reconhecida como importante para o devido cumprimento dos deveres fiduciários. Remanesce, porém, a falha de não detectar as relações interpessoais entre integrantes da investida e das empresas prestadoras de serviço. Embora os contratos tenham contado com a ratificação do Comitê de Investimentos, as estruturas de governança contam com sistemas de freios e contrapesos que incluem frequentemente vigilância recíproca. Tipicamente, a vigilância recíproca é mais intuitivamente percebida em sede do mesmo nível hierárquico, ou mesmo órgão, ou de cima para baixo na hierarquia, mas nada impede que se dê “de baixo para cima”, e menos ainda que se dê “horizontalmente” entre órgãos com atribuições distintas. Ainda que certas decisões da Gestora estivessem sujeitas ao Comitê, não só o dever geral de diligência não foi afastado como foi expressamente ratificado (e focado) no dispositivo do regulamento de que ora se trata (o dever de representar a companhia no monitoramento dos investimentos). Esse monitoramento inclui, a meu ver, os investimentos determinados pelo próprio Comitê. Essa governança em que a Gestora deveria monitorar o próprio Comitê é algo que pode até não ter sido exatamente pretendido por quem redigiu o regulamento, mas é a leitura a meu ver mais correta, por qualquer ângulo que se examine, e.g., leitura restritiva de exceção, interpretação mais correspondente ao que seria a vontade das partes (pois é a que traz maior verificação e controle em prol dos investidores), sentido mais condizente com usos e costumes (já que tipicamente esse é um dever da Gestora) e daí por diante.

98. Assim, entendo que o regramento vigente determina reprovação punitiva da conduta da Gestora, ainda que em um grau reduzido frente às penas aplicadas em violações mais graves de diligência em que há flagrante negligência. A More não se quedou inerte, pois acompanhou proativamente as obras, mas deixar de atentar para a presença de tantas relações interpessoais em contratos vultosos, num contexto de operações com fundos de pensão, não me parece ser justificável por só terem vindo à tona os detalhes do caso anos à frente. A fragilidade de governança e a vulnerabilidade das entidades de previdência complementar a propinas e fraudes de todo tipo infelizmente não tinham nada de novidade.

99. Nesses termos e com tais observações, entendo que a More Invest deve ser condenada.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

100. João Adamo, por sua vez, alegou em sua manifestação prévia que *“realizava o acompanhamento de tais investimentos de acordo com os procedimentos que entendia ser suficientes”*, bem como que *“outros profissionais do time de investimento que ele próprio comandava”* acompanhavam os pormenores da operação e a ele se reportavam. Considero, portanto, satisfeita a individualização de conduta deste acusado, que julgo reprovável pelas razões expostas para a pessoa jurídica. Adamo atuou até 14.10.2015, quando já ocorridas quase todas as irregularidades relativas aos contratos envolvendo a LSH Barra tratados neste processo (trato das duas exceções a seguir, ao falar de David Kim).

101. Em contraste, quanto a David Kim, entendo que não há nos autos qualquer individualização de sua conduta. Concordo com a Defesa, quando afirma:

103. Não há que se falar em responsabilização objetiva e solidária dos diretores responsáveis com a instituição regulada, devendo a responsabilidade do diretor ser apurada sempre de forma pessoal e subjetiva. É preciso mencionar, descrever e comprovar a participação pessoal da pessoa (...).

104. Nesse sentido, ‘a responsabilidade do diretor responsável não é objetiva nem solidária ao da sociedade gestora. Ao reverso, afigura-se pessoal e subjetiva, pois o diretor responde apenas nos limites da sua culpa, não sendo passível de punição caso reste demonstrado nos autos que tenha adotado as providências cabíveis para evitar a produção da irregularidade’ [PAS CVM nº RJ2015/12087, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24.07.2018].

105. Apesar disso, em uma injusta inversão do ônus da prova, a CVM atribuiu ao próprio acusado a responsabilidade pela comprovação da sua inocência. (...)

106. (...) A acusação simplesmente se desincumbiu da obrigação de demonstrar a existência de culpa ou dolo por parte do administrador pessoa física, tão somente replicando ao seu diretor responsável as mesmas considerações imputadas à More Invest. Nem um parágrafo foi escrito para explicar o que o Sr. David Kim fez ou deixou de fazer, utilizando-se apenas a explicação (óbvia e desnecessária) de que a pessoa física ocupava a posição de administrador da Gestora, nos termos da Instrução CVM nº 588.

102. Nesse sentido, como entendo vigente a Constituição Federal, destaco trechos de votos em que o tema é tratado, um do Presidente João Pedro Nascimento e outros de minha autoria:

“10. Como já tive oportunidade de me manifestar anteriormente, a individualização das condutas no âmbito do processo administrativo sancionador é pressuposto fundamental à adequada condução da atividade sancionadora desta Autarquia, impondo-se à acusação o ônus de demonstrar a correlação entre os fatos objetivos e a pessoa acusada.” (notas de rodapé omitidas) (PAS CVM nº 19957.005248/2021-29, Trecho do voto do Rel. João Pedro Nascimento, j. em 05.09.2023).

“18. O argumento de que o uso do centro de imputação para fins punitivos é uma medida regulatória eficiente não me comove. De um ponto de vista estritamente prático de política sancionatória, é muito mais “simples” e “econômico” poder punir um parente próximo do autor de um ilícito. É até bem nítido que algo do tipo constituiria um forte incentivo adicional para que as pessoas fiscalizem, como “gatekeepers”, o comportamento de seus parentes, bem como um enorme incentivo para que indivíduos não cometam delitos, por não desejarem que seus entes queridos sofram punições. Também é mais “prático”, se o objetivo for o de aplicar sanções, presumir a culpa e transferir ao réu o ônus de provar sua inocência, não permitir recurso contra decisão condenatória, limitar o direito à defesa e daí por diante. Penso ser pouco provável que alguém sustente que tais expedientes devessem ser admissíveis em nosso direito, porque contra eles há os limites do devido processo, do Estado de Direito. É claro que tais limites dificultam a punição dos culpados, mas este é o preço ínfimo que se paga para se tentar dificultar ao máximo a condenação dos inocentes.” (trecho de minha manifestação no PAS CVM nº 19957.009152/2018-34, Rel. Dir. Flavia Perlingeiro, j. em 12.12.2023).



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

“18. Em âmbito patrimonial é juridicamente funcional e economicamente necessário o fenômeno de responsabilização por ato alheio, sem o que não poderiam existir institutos básicos, elementares de toda a economia, como garantia de terceiros, seguros, e, evidentemente, as empresas e entidades coletivas em geral. Na esfera patrimonial, assim, fazem todo o sentido os conceitos de representação, responsabilidade solidária, centros de imputação de responsabilidade, teoria “orgânica” e daí por diante, porque em última análise existe uma consensualidade por parte de quem está sujeito às consequências dos atos: seja por contrato em sentido estrito, seja por adesão voluntária a uma estrutura sujeita a determinadas regras obrigatórias. Há riscos de toda ordem, mas são riscos de natureza patrimonial e, acima de tudo, aceitos por quem a eles se sujeitam.

19. Isso é absolutamente inconfundível com o que se passa na esfera punitiva, onde as condutas justificam a imposição de consequências jurídicas a quem as pratica por razões de reprovabilidade social, pelo que se consolidaram ao longo dos tempos alguns princípios fundamentais como culpabilidade e intranscendência da pena, que de tal relevância se insculpíram nas constituições para vedar punição por ato de terceiro e responsabilidade objetiva punitiva.” (trechos de minha manifestação no PAS CVM nº 19957.011361/2018-48, de minha relatoria, j. em 27.06.2023)

103. Em todo caso, ciente de que o entendimento prevalecente no Colegiado enxerga compatibilidade entre os direitos individuais constitucionalmente protegidos e esse mecanismo de responsabilização em que a acusação não atribui formalmente conduta comissiva nem omissiva e o réu que se vire para provar sua inocência, faço algumas considerações sobre a cronologia dos fatos.

104. David Kim assume a diretoria em 15.10.2015, quando todos os contratos mencionados neste processo já haviam sido assinados uns anos antes e ratificados pelo Comitê de Investimentos em dezembro de 2014, com a exceção (parcial) do contrato com a Add Cable. Parcial, porque não há data no contrato, então não há prova de que tenha sido firmado sob sua gestão, embora haja indícios de que tenha sido firmado em data próxima à do início do mandato de Kim - porém sem qualquer elemento que permita inferir com alguma solidez se antes ou depois. Ademais, este contrato a LSH Barra, diferentemente dos demais, não submeteu ao rito previsto no regulamento do FIP, em que deveria ter sido aprovado pelo Comitê de Investimentos. Diferentemente dos demais, em que pelo rito de aprovação de contratos de alto valor ou com partes relacionadas a Gestora tinha acesso aos documentos e condições de verificar sinais de alerta (como os que entendo ter deixado passar de maneira repreensível), esse contrato não foi disponibilizado à Gestora. Em termos de fluxo de pagamentos, também me parece pertinente registrar que no período em que David Kim constava como diretor, houve apenas dois pagamentos: um para Add Cable, de R\$ 1 milhão, e para a Great Wall, de R\$ 2,4 milhões.

- ***RJI e Ênio Rodrigues***

105. Com relação à RJI, entendo que, embora bem construída a tese acusatória, a Defesa bem descaracterizou qualquer falha em seu dever de diligência. A acusada não teve opção senão manter a referência no laudo que, sem sua intervenção ou conhecimento, havia sido confeccionado fraudulentamente por outras pessoas. O FIP LSH não tinha recursos em caixa para atualizar o valor de mercado da LSH Barra (§394 do TA). Os autos demonstram que era do interesse da RJI utilizar outro laudo que não aquele inadequado, porém, por motivos de força maior, não conseguiu, mesmo tendo despendido esforços para tanto – era inexigível a conduta diversa, já que se mostrou impraticável (a omissão só é punível quando o agente devia *e podia* agir para evitar o resultado – CP, art. 13, §2º).



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

106. Existe um fluxo de eventos não instantâneo para identificar e consertar problemas. Não é realista supor que uma administradora recém instituída no cargo consiga em curto espaço de tempo não apenas identificar, mas também solucionar problemas já enraizados. Ao avaliar sua atuação, vejo que após identificar que o laudo estava inadequado, a RJI informou os cotistas e se reportou diretamente à CVM para conferir o jeito apropriado de resolver a situação. Solucionou um erro na metodologia de cálculo que já existia por seis anos, e ao que me parece, nada havia mais que pudesse fazer do que o que fez. Assim, voto pela absolvição de RJI e Ênio Rodrigues.

#### IV. ATUAÇÃO IRREGULAR NA DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS: TETRIS E PLANNER

- *Tetris*

107. A Acusação sustenta que a Tetris teria atuado na captação e abordagem de investidores para o FIP LSH. Como a empresa não integrava o sistema de distribuição de valores mobiliários, teria cometido a infração de atuação irregular no mercado de valores mobiliários ao fazer a distribuição das cotas daquele fundo (v. Relatório, §17).

108. Por um lado, algumas declarações prestadas por representantes de cotistas do FIP LSH (Rel. §§24-27), da Planner (Rel. §20) e a delação de Henrique Leite<sup>10</sup> (embora esta não mencione a Serpros) sugerem que teria havido atuação de Thaís Brescia, Eduardo Evangelista e Carolina Nakaoski no período em que a captação de recursos foi feita, no sentido geral de que a Tetris teria feito a distribuição das cotas do FIP para os investidores.

109. Por outro, há importantes fragilidades no uso de tais depoimentos para demonstrar o cometimento do fato ilícito. Uma delas é que os testemunhos misturam fato e direito. Qualificação jurídica não se prova; prova-se o fato e faz-se a demonstração da incidência ou não incidência das normas jurídicas sobre ele. Embora essa afirmação soe óbvia, sua obviedade é diluída em casos nos quais a descrição do fato pode se assemelhar à afirmação da incidência da norma. É o que ocorre ao tratar de fenômenos complexos como os fatos que antecedem e levam ao convencimento da prática de atos de investimento por parte de entidades coletivas, e tão mais complexos são quanto mais numerosas forem as pessoas naturais e instâncias decisórias envolvidas. Uma afirmação aparentemente simples como “*o cotista declarou que a Tetris fez a distribuição das cotas*” pode ser inicialmente percebida como evidência robusta, já que pode ser lida como o próprio investidor dizendo quem lhe vendeu suas cotas. Mas se olharmos mais de perto veremos que para se chegar a um enunciado tão simples, faz-se a simplificação de uma quantidade bem maior de fatos, por meio de qualificações e outros juízos de ordem jurídica.

110. Quando uma autoridade como um inspetor da CVM indaga por ofício uma entidade que investe num do FIP quem lhe distribuiu suas cotas, o que acontece *de fato* é que um ou mais indivíduos dessa entidade afirmam que outros indivíduos, ligados a outra entidade, praticaram determinados atos, e *dessa*

---

<sup>10</sup> Doc. 1262148: “O contato da BRB DTVM com os cotistas originais (KB Invest – Artur Soares, Ricardo Siqueira, e Paulo Renato Figueiredo) era feito através de Tais Brescia, que era sócia de uma empresa denominada Tetris Capital, que foi responsável pela estruturação do FIP LSH e colaborava com a venda de cotas para investidores”. “Já a captação do RPPS Charqueadas (aporte de R\$ 1.500.000,00, aproximadamente) e Itanhaém (aporte de R\$ 2.500.000,00, aproximadamente) foi feita pela Tais Brescia”.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*afirmação* se extrai um enunciado simplificado como o de que “o cotista declarou que a Tetris fez a distribuição”. Mas esse enunciado é uma conclusão jurídica, que inclui no mínimo quatro ficções e três raciocínios jurídicos de diferentes graus de complexidade e com diferentes consequências para a análise da acusação. Duas ficções são, por óbvio, a “Tetris” e o “cotista”, pois são pessoas jurídicas e não existem no plano dos fatos. O primeiro raciocínio jurídico é o de constatar que quem deu a declaração o fez em nome da pessoa jurídica cotista, e conclui que “o cotista declarou” (sendo esta afirmação a terceira ficção); o segundo raciocínio é o de que a pessoa natural mencionada pelo indivíduo atuou com poderes para representar a Tetris, do que se conclui que “a Tetris atuou” (a quarta ficção); o terceiro raciocínio jurídico implícito, e o mais delicado, é o de que os atos de quem atuou em nome da Tetris *se enquadram juridicamente como atos de distribuição*.

111. Na verdade, o que se deve analisar numa tal situação é exatamente o que foi feito e o que foi dito, quando e por quem (quais indivíduos). O que interessa são os fatos, muito mais que a opinião jurídica de alguém que responde um ofício, especialmente quando, como nestes autos, a opinião é sobre uma questão nada trivial, ao pressupor tanto o conhecimento da conceituação jurídica do que é a distribuição de valores mobiliários quanto sua correta aplicação aos fatos, por parte de quem responde o ofício.

112. São óbvios os problemas gerados pelo excesso de desconsideração da personalidade jurídica. Mas um excesso de sua *consideração* também pode turvar a compreensão de fatos. É o que me parece ocorrer se dissermos que pessoas jurídicas “afirmam” algo, como algumas entidades de previdência que mencionam a Tetris como distribuidora (v. Relatório, §§24-27), ou a Planner, que envia dois ofícios, o primeiro com afirmação semelhante e o seguinte em sentido contrário (v. Relatório, §20). Penso ser benéfico adotar uma, por assim dizer, “desconsideração fática da personalidade jurídica” para permitir análises mais precisas sobre questões envolvendo entes coletivos, com foco em indivíduos e fatos.

113. Com esse foco em mente, destaco uma circunstância crítica para a compreensão de tudo o que se refere à distribuição do FIP, e que só veio a público depois de concluídos os trabalhos da acusação: Ricardo Rodrigues foi, notoriamente, o indivíduo responsável por captar os recursos de entidades de previdência complementar para aportar no projeto. Seu papel entre os Promotores, como a Acusação teve o faro de identificar (§24 da peça acusatória), era esse desde o início: criar relação com as estruturas frágeis de governança que num primeiro momento permitem o convencimento a investir não pelo mérito do projeto, mas por meios espúrios, e em momentos subsequentes têm mais dificuldade (se ou quando sua gestão for alterada e surgir a vontade de exercê-la com lealdade) de detectar irregularidades.

114. Mas se não foi possível à Acusação comprovar a tempo da conclusão das investigações em que medida e de que forma tal missão foi desempenhada por Ricardo, tudo viria a ser revelado mais tarde, pelas investigações criminais, relatórios de operações como a Greenfield e a Circus Maximus, delações premiadas (de Henrique Leite e Ricardo Rodrigues, especialmente), e até o depoimento de Rodrigues para este julgador, em outro processo já julgado (PAS CVM nº 19957.004810/2019-82).



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

115. O fato, assim, é que as decisões das entidades de previdência complementar de investir no FIP LSH eram tomadas desde cima, por um meio de convencimento criminoso, e não da forma usual entre participantes do mercado, por aqueles atos que a regulação chama de “distribuição pública de valores mobiliários”. *Roadshows*, apresentações de slides, prospectos, gráficos, planilhas com planos de negócios, reuniões comerciais, boletins de subscrição? Uma vírgula. As investigações e operações policiais puderam comprovar que, para surpresa de poucos, a atividade de distribuição das cotas do fundo se dava por meio da distribuição de dinheiro para dirigentes de fundos de pensão e autoridades que os nomeavam. Alguns excertos de material do MPF<sup>11</sup> bem descrever o quadro geral (grifos adicionados):

A pedido da Força-Tarefa Greenfield, foi realizada (...) a Operação Circus Maximus. (...) A operação visa desarticular uma organização criminosa instalada no Banco de Brasília (BRB) (...)

As apurações (...) se concentraram, desta vez, em um complexo de crimes que buscaram artificialmente justificar o investimento em, pelo menos, dois empreendimentos: **FIP LSH** e FII SIA. (...)

**FIP LSH** – O fundo tem como empreendimento subjacente o projeto de construção do Trump Hotel (...). Constituído em 2012 pelos sócios **Ricardo Rodrigues, Arthur Soares Filho e Paulo Figueiredo Filho**, o FIP passou a ser investigado pela FT Greenfield em 2016 em razão dos **aportes realizados pelo Serpros**. O esquema criminoso passa a ocorrer no âmbito do BRB a partir de 2014 (...).

Em fevereiro de 2015, [H.D.N.] procura Ricardo Rodrigues afirmando que conseguiria um aporte de R\$ 3 milhões do RPPS (...) mediante o pagamento de R\$ 250 mil em favor de [R.L.] (...) tesoureiro da campanha do governador eleito [do DF] em 2014 (...) Tanto [R.L.] quanto [H.D.N.] (...) eram os responsáveis por distribuir a propina para os demais integrantes do esquema criminoso. (...)

A propina era paga em espécie. **Ricardo Rodrigues utilizava seu avião particular para entregar a [H.D.N.] [obs.: pai de Henrique Leite] os valores indevidos**. Um esquema de carregamento de dinheiros também foi montado para abastecer o grupo. Ricardo Rodrigues usava pessoas jurídicas que se dispunham a auxiliá-lo na **geração de dinheiro vivo por meio de notas fiscais falsas** (...).

116. Ricardo já vinha sendo o responsável por tais captações, inclusive do próprio Serpros, desde antes de 2014. Como afirma o MPF:

No caso específico do FIP LSH, em etapa prévia aos eventos que aqui serão narrados, RICARDO RODRIGUES narra o pagamento a integrantes do [partido político] com ascendência sobre os diretores do SERPROS para se permitisse o aporte de valores. Por razões diversas, esse canal não mais subsistia e, a partir do ano de 2014, a estrutura criminoso se altera totalmente, bem como seus atores, e se deslocam para a prática de atos de corrupção no Banco de Brasília – BRB.

117. Como as decisões de investimento eram tomadas dessa maneira criminoso, pode parecer até ingênuo supor que haveria alguma necessidade econômica de que os Promotores do projeto fossem se preocupar em achar alguém para desempenhar atividades de atração para investimento em um projeto, na base dos fundamentos comerciais e do poder de convencimento, quando já tinham as entidades determinadas a fazê-lo por terem sido seus dirigentes favorecidos pessoalmente. Mas não se deve avaliar a tese acusatória com o mesmo viés de retrospectiva com que tipicamente (e em geral com razão) se tecem críticas a teses acusatórias. É perfeitamente possível que uma acusação seja plausível e até mesmo conte com evidências indiciárias convincentes, e ainda assim não apenas se revele im procedente ao fim

<sup>11</sup> [www.jusbrasil.com.br/noticias/forca-tarefa-greenfield-desarticula-organizacao-criminosa-instalada-no-banco-de-brasilia/668458517](http://www.jusbrasil.com.br/noticias/forca-tarefa-greenfield-desarticula-organizacao-criminosa-instalada-no-banco-de-brasilia/668458517)



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

do processo, como na ocasião do julgamento pareça até mesmo disparatada, mas só porque contraposta à luz de fatos apenas revelados posteriormente, seja pela Defesa, seja em outras investigações.

118. Assim, reconheço como inteiramente natural a inquietação da Acusação à época em que apurou o ocorrido: “ora, se a distribuidora formalmente constituída (a Planner) diz que não distribuiu, quem terá distribuído?”. É dúvida que também tive. Nos esforços de concatenar uma sequência realista de eventos, a dúvida, como um vácuo, é preenchida com os elementos concretos mais próximos da atividade cognitiva. Um processo mental em certa medida parecido com o clássico videogame da década de 80, homônimo da empresa acusada, de encaixar, como peças de formatos variados, as evidências nos espaços ainda vazios entre as outras peças, vistas pelos ângulos que permitam o melhor encaixe. Nesse exercício intelectual, porém, as linhas do jogo se formam e são eliminadas por sua verossimilhança, não necessariamente por sua veracidade. E é por isso compreensível que, sem as revelações que se tornaram públicas alguns anos depois, tenham parecido à acusação inverídicos as declarações dos sócios da Tetris e até o instrumento contratual que dispunha expressamente que os serviços não incluíam a distribuição. Afinal, declarações de terceiros em princípio são mais críveis do que a dos próprios acusados.

119. Mas é preciso aceitar que, diferentemente do videogame, peças novas podem surgir e explicar melhor alguns encadeamentos que já pareciam resolvidos, possibilitando então que mais peças do conjunto probatório se encaixem harmonicamente. É o que me parece ocorrer no caso destes autos, quando se examina a questão sob uma ótica mais cínica e realista, desapegada do modelo idealizado de uma colocação de cotas, em que há uma “atividade de distribuição” como concebida na regulação e como observado em situações nas quais os agentes recorrem apenas a instrumentos legítimos de convencimento. É preciso reconhecer que uma distribuição tradicional (e lícita) simplesmente não tinha por que ser feita na prática, senão para acobertar a distribuição de duplo sentido, de cotas para os fundos de pensão e vantagens indevidas para quem os comandava.

120. Assim, ao que me parece, tomando como hipótese que a distribuição de fato se deveu às interações de Ricardo Rodrigues com os tomadores de decisão dos RPPSs, todas as outras peças são mais suavemente encaixadas no enredo.

121. Creio que esse melhor encaixe pode ser verificado ao analisar as respostas enviadas pelos três fundos de pensão, dentre todos os que a CVM oficiou, que para a Acusação, corroborariam a tese de que a Tetris distribuiu as cotas do FIP: Serpros, FAPS Charqueadas e Itanhaém Prev. Vamos a cada um.

122. Quando “a Serpros” responde ao ofício da CVM, volto-me ao que disse sobre a desconsideração analítica da personalidade jurídica. A resposta é dada **em 2019** por membros da diretoria de investimentos, que foram investidos em seus cargos em uma **segunda** substituição da diretoria sob cuja gestão os investimentos no FIP LSH foram feitos. A Serpros esteve **sob intervenção** de maio de 2015 a setembro de 2017. Não foi simplesmente “o próprio cotista” que falou, como a continuidade da pessoa jurídica poderia sugerir, dando a ilusão de se tratar de relato pessoal por parte de quem viveu o fato, e sim de outras pessoas que agora representam a mesma entidade, sem terem estado presentes às reuniões.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Ao invés de complementar a memória com documentos, têm de procurar arquivos da época e encontrar vestígios dos fatos, como registro de entrada no prédio, papéis que indicam a ocorrência de reuniões, porém sem seu conteúdo. E fazem uma inferência, com vários juízos de ordem jurídica, de que as visitas e reuniões teriam sido atos de distribuição de valores mobiliários, sem ter conhecimento efetivo de quais fatos teriam transcorrido.

123. Pela distância no tempo, os indivíduos que representavam a Serpros podem não se ter dado conta de que a maior parte das visitas de pessoas da Tetris ocorrera antes de haver ato deliberativo sobre a oferta de cotas do FIP LSH, em 2.4.2013 (Rel. §25), o que corrobora a atividade de estruturação (em que até o veículo utilizado costuma ser decidido como resultado dessa estruturação). No mesmo sentido aponta a circunstância de todas as reuniões posteriores terem ocorrido após a integralização de cotas pela Serpros. A acusada Thais Brescia tem a circunstância adicional, como sua Defesa demonstrou, de que suas visitas à sede da Serpros, anteriores à subscrição das cotas do FIP LSH, foram para tratar de outros assuntos em nada relacionados ao projeto do hotel, e quando ligada a outra empresa, não à Tetris. A isso se somam a evidência de que na visita de Eduardo e Carolina à Serpros, a própria lista de presença indica outro indivíduo, de nome P. V., que seria o cliente da operação tratada na reunião (trata-se de pessoa não ligada ao FIP LSH), bem como o fato de Paulo Figueiredo já ter visitado a Serpros antes de ter sido firmado o contrato com a Tetris (e sem qualquer dos indivíduos que integraram a Tetris).

124. Ou seja, além de não haver menção a *fatos* nos autos que indiquem que as reuniões na Serpros anteriores a seu ingresso no FIP trataram de assuntos que poderiam ser classificados como esforços de distribuição, as reuniões posteriores não podem ser assim enquadradas como ato de distribuição pela mera circunstância de já terem sido distribuídas as cotas. Inclusive, a realização de reuniões posteriores à subscrição até reforça a plausibilidade de que a Tetris não tinha esse papel, pois enquanto não faz muito sentido que a distribuidora siga fazendo reuniões depois de ter concluído sua missão, é plausível que outros prestadores de serviço, como de estruturação financeira, sigam interagindo com os investidores, a fim de, por exemplo, sanar dúvidas, dar atualizações sobre os andamentos do projeto e demais obrigações como previsto no próprio contrato entre a Tetris e a LSH Barra.

125. A própria cronologia da concepção do empreendimento hoteleiro e sua viabilização com recursos que incluíssem entidades de previdência complementar entre os investidores almejados, num primeiro momento – e independentemente do uso de qualquer subterfúgio ilícito na negociação – mostra ser pertinente o serviço de estruturação financeira, já que envolvia questões relevantes como o encaixe do projeto nos limites de enquadramento, determinantes até da decisão quanto a estruturar um fundo de investimentos em participações ao invés da detenção direta de ativos imobiliários, inviável se a entidade de previdência complementar já tivesse sua carteira imobiliária no limite vigente.

126. Com relação ao FAPS Charqueadas, não vejo como os e-mails em que a Acusação se baseia podem se enquadrar como ato de distribuição, pois pressupõem a existência prévia de decisão quanto ao aporte.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

127. Segundo as informações apresentadas em nome do RPPS de Itanhaém, o envolvimento da Tetris teria se dado por meio de “um senhor de nome Ricardo” - à toda evidência, trata-se de Ricardo Rodrigues, que reconheceu em sua colaboração premiada ser o agente responsável pelas tratativas voltadas a captar investimentos de entidades previdenciárias mediante acordos paralelos com seus tomadores de decisão. Nesse sentido, a mesma entidade que apontou a atuação de Ricardo afirmou não reconhecer os nomes de Eduardo Evangelista, Thaís Brescia e Carolina Nakaoski, principais agentes da Tetris e envolvidos na operação, como participantes de tratativas comerciais relativas ao FIP LSH. A informação prestada pelo Itanhaém contradiz, ainda, o que alegou Henrique Leite sobre Thais Brescia ter sido a responsável por captar esse RPPS, e mesmo que se lhe dê credibilidade, diante de duas manifestações em sentido oposto, a dúvida só tem uma solução admissível no devido processo.

128. A forma de captação que era feita também reclama cuidado adicional ao analisar as informações prestadas por entidades de previdência prejudicadas. Se não tiver havido mudança na gestão desses cotistas, considerando a relação desenvolvida entre as partes, seria do interesse desses administradores manter em segredo qualquer aspecto que pudesse atestar uma relação direta com Ricardo Rodrigues. Ainda na hipótese de contemporaneidade da gestão, pode acontecer de que o indivíduo que responda sequer tenha conhecimento de tratativas espúrias, ocorridas mais acima na cadeia de comando. Na hipótese de ter havido mudança nas gestões, quem responde entrou depois, e ao verificar os registros de anos antes, certamente não irá se deparar com um documento que identificasse a relação entre a antiga gestão e quem capitaneou os acordos paralelos. Ao ser questionado sobre quem efetivamente distribuiu, a resposta se dará com base nos registros da empresa, que podem exibir a Tetris e seus sócios justamente pelo papel de estruturadora. E não terá havido registro de distribuidora, porque quem exercia esse papel formalmente não teve necessidade de desempenhá-lo. Assim, por malícia ou desinformação, é grande a probabilidade de outros prestadores de serviços acabarem como bode expiatório apenas por terem deixado registro de sua atuação.

129. Por fim, é sólida a tese da Defesa de que a atuação que a Acusação imputa aos acusados, naquilo que foi efetivamente provada, não basta para fazer incidirem as regras que dispõem sobre a distribuição pública de valores mobiliários. Diversas formas de atuação podem trazer valor e compor uma estratégia de estruturação de uma operação complexa como a dos autos sem que os agentes estejam engajados nos esforços de distribuição pública. A Defesa de Thais Brescia trouxe aos autos e-mails (doc. 21514919) que evidenciam típicas atividades ligadas à estruturação – inclusive obtenção de cotações para prestadores de serviço que ficariam encarregados da distribuição, e bem aponta que o contrato previa pagamento fixo, e não uma taxa sobre os valores captados como usual (e de quantia módica, de R\$ 300 mil, também compatível com uma estruturação daquele porte). A Defesa de Eduardo e Carolina aponta traços profissionais de seus constituintes, advogado especializado e economista então recém-formada, que embora não afastem diretamente a prática da conduta, são indícios importantes de estarem encarregados por funções de estruturação e bem se alinham às demais evidências.

130. As previsões contratuais que a Acusação trata como cautelas para contornar a exigência de registro devem ser lidas com a presunção de boa-fé, ou seja, cautela efetiva para não assumir obrigações



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

que não poderiam assumir, a fim de que a contraparte não formasse expectativa de sua prestação e não exigisse seu cumprimento. Não é porque a operação viria a ser marcada por fraudes graves, cometidas por outros indivíduos, que todos os demais envolvidos em qualquer fase ou aspecto dos negócios podem ter seus atos julgados sob a ótica de um intuito ardiloso. Assim, vejo as disposições antes como prova da ausência da violação do que tentativa de mascarar a irregularidade. Os sócios da Tetris podem ter feito inúmeras atividades até ligadas ao processo de estruturação e captação (ser ligada à captação não implica constituir atividade de distribuição), mas a meu ver as provas constantes destes autos não permitem qualquer convicção suficiente para considerar que tenham consistido nos atos que perante a regulação vigente são tratados como de distribuição de valores mobiliários.

131. Ante o exposto, voto pela absolvição da Tetris, Thais Brescia, Eduardo Evangelista e Carolina Nakaoski, por atuação irregular no mercado de valores mobiliários sem autorização da CVM.

- *Planner*

132. Segundo a peça acusatória, haveria uma violação ao dever de diligência por parte da Planner e Carlos Borges pois, ao acolher os aportes dos dois primeiros investidores não ligados aos sócios estruturadores do Fundo – Serpros e Ipasluz – não teria questionado como tais clientes haviam tomado conhecimento do produto e quem os teria prospectado antes da concretização do investimento.

133. Apesar de ter concluído que não houve infração por parte da atuação da Tetris, entendo que o mesmo não se aplica à Planner. No caso em questão, ainda que tenha reiteradamente afirmado não ter atuado na distribuição das cotas do FIP LSH, a Planner, além de administradora, era formalmente a distribuidora da operação. No entanto, observa-se de suas manifestações o desconhecimento de quem efetivamente teria feito a distribuição, função essa que lhe cabia. Em sua primeira resposta de ofício, afirmou que a Tetris teria captado os RPPS (Rel. §19), o que se pode compreender como ineficiência interna. Em segundo momento, que presumo mais refletido, diz que não fora a Tetris e sim o Banco Finaxis (Rel. §20), mas este já havia se manifestado no sentido de também não ter atuado na prospecção.

134. Era atribuição da Planner, no mínimo, tomar conhecimento de como foi feita a distribuição, ou realiza-la efetivamente, pelo dever de diligência que lhe cabia por suas funções. Assim, entendo que deve ser responsabilizada.

135. Carlos Borges, por sua vez, entendo que não deve ser condenado pois não há qualquer vislumbre de individualização de sua conduta. Concordo com sua Defesa onde diz:

“108. (...) [O] Termo de Acusação não permite uma análise franca, precisa e imparcial das condutas dos Acusados, e não logrou êxito em demonstrar qual a participação individual (...) de Carlos Arnaldo nas supostas irregularidades mencionadas no Processo.”

136. Remeto às mesmas considerações que teci em relação a David Kim e voto por sua absolvição.



V. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

137. Concluo pela existência de elementos suficientes de autoria e materialidade para condenar:
- i) **Paulo Renato de Oliveira Figueiredo Filho, Paulo Renato de Oliveira Figueiredo e José Roberto Gomes Pacheco**, por operação fraudulenta, consistente no desvio de recursos da LSH Barra. Para dosimetria, os pagamentos equivalem à vantagem indevida obtida, pois não houve contrapartida<sup>12</sup>.
  - ii) **Paulo Renato de Oliveira Figueiredo Filho, Ricardo Siqueira Rodrigues e Henrique Domingues Leite** por operação fraudulenta, na sobrevalorização do patrimônio líquido do FIP LSH. Para dosimetria, uso os valores mínimos de vantagem indevida estimados pela Acusação.
  - iii) **More Invest Gestora de Recursos Ltda. e João Adamo Júnior**, por violação do dever de diligência na administração ou gestão da carteira do FIP LSH.
  - iv) **Planner Corretora de Valores S.A.**, por violação do dever de diligência, na condição de administradora do FIP LSH de 8.3.2013 a 24.7.2013.
138. Os fatos objetos deste PAS ocorreram preponderantemente antes da vigência da Lei 13.506/2017. Assim, considero os parâmetros de dosimetria vigentes anteriores à sua edição. Diante do exposto e com fundamento no art. 11, §1º, II, da Lei nº 6.385/76, voto pela:

- (i) **Condenação de Paulo Renato de Oliveira Figueiredo Filho:** (a) multa de R\$ 54.770.935,11, equivalentes ao triplo da vantagem econômica obtida (R\$ 18.256.978,37) pela prática de operação fraudulenta referente a desvios de recursos da LSH Barra através da contratação fictícia de serviços; e (b) multa de R\$ 27.000.000,00, equivalentes ao triplo da vantagem indevida diretamente recebida por meio da sobrevalorização de laudo de avaliação e da transferência indevida de riqueza (R\$ 9.000.000,00, Rel. §107);
- (ii) **Condenação de Paulo Renato de Oliveira Figueiredo:** multa de R\$ 20.250.000,00, equivalente ao triplo da vantagem econômica obtida (R\$ 6.750.000,00) pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários em relação ao FIP LSH referente a desvio de recursos da LSH Barra através da contratação fictícia de serviços;
- (iii) **Condenação de José Roberto Gomes Pacheco:** multa de R\$ 16.782.520,47, equivalente ao triplo da vantagem econômica obtida (R\$ 5.594.173,49) pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários em relação ao FIP LSH, referente a desvio de recursos da LSH Barra através da contratação fictícia de serviços;
- (iv) **Condenação de Ricardo Siqueira Rodrigues:** multa de R\$ 53.310.000,00, equivalente ao triplo da vantagem econômica obtida (R\$ 17.770.000,00) pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários em relação ao FIP LSH, na venda de cotas sobrevalorizadas de emissão do FIP LSH;
- (v) **Absolvição da BRB Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.**, da acusação de prática de operação fraudulenta como administradora do FIP LSH;

<sup>12</sup> Add Tech – R\$ 3.737.804,88 (Rel. §51); Add Cable – R\$ 1.000.000,00 (Rel. §56); e MLS – R\$ R\$ 1.250.000,00 (Rel. §61); Maramar - R\$ 5.594.173,49 (Rel. §45); Polaris – R\$ 6.675.000,00 (Rel. §31).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(vi) **Condenação** de **Henrique Leite Domingues**: multa de R\$ 22.350.000,00, equivalente à metade do valor somado das vantagens indevidas por Ricardo Rodrigues e Paulo Filho na transferência de cotas sobrevalorizadas, por prática de operação fraudulenta, como diretor responsável pela administração de carteira da BRB DTVM;

(vii) **Absolvição** de **Andrea Moreira Lopes**, **Orla Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.** e **Paulo Dominguez Landeira**, da acusação de prática de operação fraudulenta, como de administradores fiduciários do FIP LSH;

(viii) **Condenação** de **More Invest Gestora de Recursos Ltda.**: multa de R\$ 100.000,00<sup>13</sup>, por violação do dever de diligência, como gestora da carteira do FIP LSH de 3 de junho de 2013 a 7 de junho de 2017, em infração: (i) ao art. 14, II e IV da ICVM 306/99 c/c art. 65-A, I e III e art. 119-A da ICVM 409/04; e (ii) ao art. 16, I e II, “b” da ICVM 558/15 c/c art. 92, I e III, da ICVM nº 555/14;

(ix) **Condenação** de **João Adamo Júnior**: multa de R\$ 50.000,00 por violação do dever de diligência, como diretor responsável pela prestação de serviços de administração de carteira da More Invest Gestora de Recursos Ltda., pelos mesmos dispositivos mencionados no item (viii) acima;

(x) **Absolvição** de **David Kim** da acusação de violação do dever de diligência, como diretor responsável pela prestação de serviços de administração de carteiras da More Invest Gestora de Recursos Ltda.;

(xi) **Absolvição** da **RJI Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.** e **Enio Carvalho Rodrigues** da acusação de infração ao art. 16, I e II, “b” da ICVM 558/15 c/c art. 92, I e III, da ICVM nº 555/14;

(xii) **Absolvição** de **Roca Investimentos, Consultoria e Participações Ltda.** (atual denominação da Tetris Advisory Consultoria e Participações Ltda.) **Thais Gaudino Brescia**, **Eduardo Evangelista Correa** e **Carolina Benincasa Nakaoski** da acusação de atuação sem autorização da CVM em atos de distribuição de cotas do FIP LSH junto ao público investidor, em descumprimento ao art. 16, I, da Lei 6.385;

(xiii) **Condenação** de **Planner Corretora de Valores S.A.**: multa de R\$ 200.000,00<sup>14</sup>, por violação do dever de diligência, como administradora do FIP LSH de 8.3.2013 a 24.7.2013, em infração ao art. 14, II da ICVM 306/99 c/c art. 65-A, I da ICVM nº 409/04.

(xiv) **Absolvição** de **Carlos Arnaldo Borges de Souza** da acusação de violação do dever de diligência, como diretor da Planner Corretora, administradora da do FIP LSH.

139. Comunique-se o resultado deste julgamento ao MPF/RJ (LC nº 105, art. 9º; Lei 6.385, art. 12).

Rio de Janeiro, 1º de outubro de 2024.

**João Accioly**

Diretor Relator

<sup>13</sup> Embora o presente PAS trate de matéria mais sensível, houve aqui grau menor de falha, pelo que me apoio em precedente recente de condutas e bens jurídicos semelhantes especificamente no que se refere as condenações acerca do dever de diligência, no âmbito do PAS CVM nº 19957.004810/2019-82, de minha relatoria, j. em 3.9.2024.

<sup>14</sup> Considerando que são condutas e bens jurídicos semelhantes, utilizo como base para dosimetria a pena adotada no PAS CVM nº 19957.002220/2021-30, de minha relatoria, j. em 9.7.2024.