



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° 19957.002964/2020-73

Reg. Col. 2030/21

Acusados: **Planner** Corretora de Valores S.A.; **Artur** Martins de Figueiredo; Fornax Consultoria Empresarial S.A. (então **FMD** Gestão de Recursos S.A.); **Arnaldo** José da Silva; e **Fábio** Antônio Garez Barbosa.

Assunto: Possível infração aos deveres de diligência e de lealdade em razão de desenquadramento de aplicações de RPPS em fundo de investimento

Relator: Diretor João Accioly

VOTO

I. SÍNTESE INTRODUTÓRIA

1. Duas entidades de RPPS subscreveram cotas do FIRF Pyxis Institucional IMA-B, gerido pela FMD e com administração fiduciária da Planner. Como a captação foi inferior à prevista, ambas as entidades ficaram com suas participações acima do limite de 25% previsto na Resolução CMN 3.992.

2. A administradora fiduciária foi acusada violar seu dever de diligência, por “ter permitido” que as cotistas em questão detivessem participações acima do que podiam. Sua defesa refuta a ideia de que o dever de diligência incluiria a obrigação de verificar o cumprimento pelos cotistas das limitações de concentração e afirma que o regulamento do fundo expressamente dizia que a administração não tinha essa obrigação.

3. A gestora foi acusada de violar seu dever de lealdade ao i) comprometer-se perante uma das cotistas, sem poder garantir que cumpriria, a lhe restituir valores sem cobrança de taxa de resgate antecipado, se não conseguisse captar valores adicionais suficientes para diluir a participação da cotista para dentro do limite de 25%, sem que pudesse garantir esse cumprimento; e (ii) alocar parcela relevante da carteira do Fundo em ativos ilíquidos, antes de assegurar o cumprimento do limite de 25% por todos os cotistas. Sua defesa diz que a carta conforto em que assumiu os compromissos era factível, tanto pela alta probabilidade de conseguir novos investidores, quanto pela possibilidade de os cotistas deliberarem pela alteração do regulamento com isenção da taxa de resgate antecipado, pois em caso de não reenquadramento ambos teriam em conjunto mais que 50% dos votos.

II. MÉRITO

III.I. Dever de Diligência da Administradora

4. A Acusação insere no dever de diligência da administradora fiduciária o controle sobre o enquadramento de cada cotista nos limites a que estão sujeitos.

5. A Defesa diz, como ressaltado pelo Dr. Henrique Vergara da tribuna, que a obrigação de monitorar o limite de participação dos cotistas no patrimônio líquido do Fundo não pode ser inferida do dever de diligência do administrador. Essa limitação constitui regra externa ao fundo e dirigida exclusivamente ao próprio cotista RPPS, não havendo, em nenhuma das resoluções do CMN - inclusive a Resolução 3.922 – qualquer dispositivo que imponha aos administradores de fundos de investimento a responsabilidade pelo controle desses limites.

6. Nesse sentido, a Defesa sustenta que a acusação configura uma “*transposição de uma obrigação exclusiva do cotista RPPS para o administrador do fundo*” enquanto, nesse contexto, o dever de diligência previsto no art. 16 da ICVM 558 dirige-se à adequada gestão da carteira e à proteção do interesse da coletividade dos cotistas, não se estendendo à verificação da regularidade regulatória individual de cada investidor perante normas que lhe são externas.

7. Entendo que a Defesa tem razão. A Resolução CMN 3.922 dirige-se diretamente aos regimes próprios de previdência social - RPPSs. Ela não tem dispositivo que imponha ao administrador fiduciário do fundo a obrigação de controlar o enquadramento regulatório dos investidores em suas próprias carteiras consolidadas. Seu art. 14 contém uma norma de caráter objetivo e cogente, cujos destinatários são os RPPS. A obrigação de estar enquadrado é de cada cotista, não da coletividade dos cotistas. É o interesse da coletividade que constitui o objeto do zelo de fiduciários, como a administradora, que deve à coletividade sua diligência.

8. É simples verificar como o arranjo esperado, ou mais intuitivo, é que cada investidor cuide de seu próprio enquadramento quando se imagina a seguinte pergunta feita a um cotista genérico: “*gostarias que parte dos teus recursos investidos seja usada para verificar o enquadramento de inúmeros cotistas que investem a teu lado no fundo? Ou preferes verificar teu próprio enquadramento, de modo que teus recursos não sejam gastos com a verificação do respeito ao limite de sabe-se lá quantos outros cotistas?*”. Por eficiência econômica, as atribuições devem ser alocadas a quem tem o menor custo de verificá-las. E é razoável supor que, em geral, quanto maior o número de cotistas, maior o custo de um terceiro para acompanhar sua situação própria do que o total dos custos individuais dos próprios cotistas para fazê-lo – uma razoabilidade que aumenta



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

consideravelmente quando se leva em conta que os cotistas **já têm essa obrigação**, ou seja, já têm que incorrer nos custos individuais de controle de enquadramento, pois é o que a Resolução 3.992 impõe. Assim, o custo de verificação pela administradora é **adicional**.

9. Por outro lado, também é possível que, **a depender das características de um fundo**, o desenquadramento de um cotista ameace o interesse coletivo de todos, a ponto de justificar o custo adicional. Mesmo não havendo regra geral que obrigue o fundo a restituir automaticamente eventuais excessos, dependendo de solicitação, pode-se entender que, por exemplo, o desenquadramento de um cotista pode em última análise provocar a redução do patrimônio do fundo, quando for feito o resgate do que estiver em excesso. Se o risco dessa hipótese for percebido como potencialmente mais custoso do que o preço adicional de serviços cobrado pela administradora fiduciária para assumir essa obrigação, daí faz sentido atribuir tal responsabilidade a ela, mediante previsão no regulamento. Tanto assim, que em certas situações tal dever é previsto no regulamento como obrigação da administradora fiduciária.

10. Havendo essa previsão, ademais, trata-se de um dever específico, não um dever fiduciário geral como o de diligência – e se for descumprida uma obrigação expressa, o dever fiduciário que se considera violado é o de *lealdade* (embora também seja aceitável dizer que o agente que pratica conduta contrária a uma disposição expressa “faltou com a diligência” de verificar as previsões aplicáveis).

11. Por isso, bem mais plausível que tentar embutir o controle de enquadramento no dever de diligência foi a tentativa da Acusação de dizer violado um dispositivo do regulamento que alegadamente conteria a obrigação de verificar o enquadramento. Porém, o art. 27 do regulamento, apontado pela Acusação como violado, claramente não se aplica ao caso. Ei-lo (grifado):

Artigo 27 A ADMINISTRADORA **poderá recusar** proposta de investimento feita por qualquer investidor em função das disposições legais e regulamentares **relativas à política de prevenção e combate à lavagem de dinheiro, de suas normas e políticas internas e/ou do não enquadramento do investidor ao perfil de risco e/ou público alvo do FUNDO**, sem necessidade de justificar sua recusa.

12. Esse dispositivo, de início, trata de uma *possibilidade* de rejeição. Uma prerrogativa, não uma obrigação. Ademais, refere-se apenas a situações de política de prevenção e combate à lavagem de dinheiro, e incompatibilidade com perfil de risco ou público alvo. São coisas inconfundíveis com o enquadramento dos RPPS em seus limites de concentração.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

13. Aqui convém tratar de **diametral oposição** a dois precedentes relevantes deste Colegiado, em que se decidiu condenar uma administradora por não acompanhar os limites de enquadramento de RPPS cotistas dos respectivos fundos¹. Em absoluto contraste com caso ora julgado, **os regulamentos dos fundos de investimento nos precedentes continham disposições impondo expressamente à administradora fiduciária a responsabilidade de cumprir a Resolução CMN 3.922**. Assim, nem faz sentido invocar um dever geral de “diligência” como violado se houve descumprimento de uma obrigação expressa, mas há essa possibilidade como argumentei no §10 acima – o que fica ainda mais plausível sob a preguiçosa redação da regulamentação de fundos que mistura lealdade e diligência num só dispositivo.

14. A distinção dos precedentes não se limita a que naqueles casos havia previsão nos regulamentos de que a administradora fiduciária se obrigava por verificar o cumprimento da Resolução CMN 3.922. Mais do que não haver estipulação de que a administradora tinha esse dever, o regulamento do fundo aqui tratado contém **estipulação expressa de que a administradora não tem essa obrigação**. Eis o que ele diz (grifos adicionados):

Artigo 23 Não há limites para aquisição de cotas do FUNDO por um único cotista, **sendo de exclusiva responsabilidade [deste], a observância de eventuais limites de concentração** previstos em legislação que regulem as atividades dos referidos cotistas, tais quais, as EFPC e RPPS.

Artigo 15 [...] Parágrafo Terceiro A **ADMINISTRADORA e a GESTORA não serão responsáveis pela observância e controle dos limites de investimentos exigidos aos cotistas do FUNDO que sejam EFPC e RPPS**, em particular aqueles limites relacionados à suas respectivas carteiras consolidadas, calculados em relação ao seu patrimônio total e/ou aplicáveis aos seus investimentos.

15. Deveres fiduciários são os *standards* que **sobram** das previsões expressas que regem as relações entre investidores e decisores, exatamente pela impossibilidade fática de prever tudo o que os decisores devem fazer diante da infinidade de situações com que se depararão. Por isso há a conceituação geral dos deveres fiduciários de agir como os investidores escolheriam que o decisior agisse, *se a questão tivesse sido objeto de previsão expressa* entre ambos os lados. Havendo previsão expressa, não há nem mesmo sentido em se cogitar de “deveres fiduciários”: há o dever de agir de acordo com a previsão.

16. Supor que uma obrigação geral como a dos deveres de diligência ou de lealdade prevaleça sobre uma obrigação específica é subverter o critério do mais mínimo bom senso segundo o qual pactos hipotéticos não podem prevalecer sobre os pactos concretos. Em outras palavras, a *vontade expressa* do investidor sobre certas matérias é muito mais indicativa de qual é seu interesse do que uma inferência sobre *qual teria sido essa*

¹ PAS CVM nº 19957.011368/2017-89 e PAS CVM nº 19957.010223/2019-22, j. 12.4.2022 e 11.7.2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

vontade. Como é frequentemente afirmado na literatura do direito anglo-saxão, “*hypothetical bargains cannot trump actual bargains*”. Em termos do direito pátrio, se a vontade comum hipotética das partes é um critério para preencher lacunas em negócios jurídicos, a disposição expressa afasta qualquer necessidade de elucubrar sobre compatibilidade do ato do fiduciário com a vontade do fiduciante, se esse ato cumprir a disposição expressa. O regulamento excluía por expresso a obrigação de verificar o enquadramento. Se todos os cotistas concordaram com essa inexistência de obrigação, como dizer que a administradora faltou com diligência ao seguir à risca o que foi estipulado diretamente com os cotistas? Como dizer que o fiduciário traiu a confiança do fiduciante quando cumpriu rigorosamente o acordo escrito entre eles? Não vejo como.

17. Por fim, também merece registro o pertinente comentário da Defesa de que, à época dos fatos, não havia qualquer manifestação “da CVM” no sentido de entender ser decorrente do dever de diligência da administradora a obrigação de verificar se cada cotista está em conformidade com regras a ele destinadas, como fez o Ofício Circular Conjunto nº 1/2018/CVM/SIN/SPREV.

18. Primeiro, é necessário supor um mundo fantástico em que esse documento tivesse algum arremedo de poder de criar obrigação. Não tem, já que é um mero ofício circular, editado por quem não competência legal para criar normas. O máximo que um ofício circular pode ter de efeito quanto a obrigações é o de afastar a possibilidade de responsabilização, se disser que uma superintendência entende determinada conduta como *permitida* à luz de tal ou qual dispositivo regulamentar, pois a eventual tentativa de punição posterior atentaria contra a boa-fé que deve reger os atos da Administração Pública. Seria um *venire contra factum proprium*, contrário à moralidade administrativa, como estabelecido na doutrina administrativista e na jurisprudência do Judiciário.

19. Em todo caso, apenas como suposição, em respeito ao que é tratado na tese acusatória e à elegante contradita desenvolvida pela Defesa quanto a esse ponto, mesmo que se tratasse de um ato normativo infralegal, só poderia valer de sua edição em diante. Se fosse uma regra, não poderia retroagir *in malam partem*. Mas nem regra é. É um reles ofício circular, que não pode criar obrigação ou critério de punição nem para frente – e menos ainda para trás.

20. Nesses termos, considero improcedente a acusação de violação do dever de diligência pela Planner.

III.II. Dever de Lealdade da Gestora

21. Segundo a Acusação, por duas razões teria ocorrido a infração do dever de lealdade por parte da Fornax, (i) pelo fato de ter comprado ativos ilíquidos e (ii) por ter



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

mentido na carta-conforto.

22. Em relação à aquisição de ativos com menor liquidez, a acusação não procede. A atuação do gestor é pautada por discricionariedade técnica, devendo observar os limites e diretrizes estabelecidos no regulamento do fundo, o que foi respeitado no caso concreto. Não se sustenta, sob essa ótica, a tese de que o gestor estaria juridicamente obrigado, por conta de um risco futuro e meramente hipotético, a direcionar a totalidade da carteira para títulos públicos. Ainda assim, a Defesa demonstrou que parcela superior a 50% do patrimônio líquido do Fundo encontrava-se, à época, alocada em títulos públicos de alta liquidez, suficiente para fazer frente a eventual resgate de cotistas desenquadrados. Também em absoluta distinção dos precedentes, a gestora manteve em carteira quase 50% em títulos públicos, permitindo o resgate ágil pela alta liquidez. Nos dois casos, os gestores mantiveram a carteira em ativos ilíquidos.

23. No que tange à carta de conforto, inicialmente apresento algumas considerações sobre o conceito de dever fiduciário e sua relação com a situação aqui analisada.

24. O dever fiduciário é presente nos atos em que alguém decide pelo patrimônio de outros, a quem deve a fidúcia de agir na defesa do interesse dos titulares do patrimônio. Um decisor está sujeito a deveres fiduciários quando decide pelo patrimônio do fiduciante. Não faz sentido dizer que tem tais deveres quando quem decide é o próprio titular do patrimônio. Por exemplo, ao negociar sua relação comercial com os investidores, um gestor deve (ou ao menos *pode*, se for uma pessoa natural) defender o seu próprio interesse de cobrar a maior remuneração aceita pelos investidores, assim como estes devem (ou ao menos *podem*, os que forem pessoas naturais) defender seu próprio interesse de pagar a menor remuneração aceita pelo gestor.

25. Se o fiduciário tivesse que defender o interesse do fiduciante ao negociar com este, teria que agir *contra* o seu próprio interesse. Qualquer negócio só teria alguma chance de ser vantajoso para ambos os lados se o fiduciante tivesse que renunciar a seu interesse pessoal e defendesse o do fiduciário. Além de antinatural, na melhor das hipóteses seria um método ineficiente de alcançar condições mutuamente vantajosas.

26. A obviedade dos parágrafos acima se refere às tratativas entre a cotista IPREMU e a gestora FMD, em cujo âmbito esta manifestou seu compromisso de solucionar o excesso de participação da cotista sem custos. É verdade que ela não tinha os poderes necessários para poder assegurar esse resultado em nome do fundo, como diz a Acusação. Mas ela não estava agindo em nome da cotista nem em nome do fundo, o que já afasta a própria aplicabilidade da noção de “dever fiduciário”.

27. Por outro lado, existe um dever de lealdade negocial, como parte do dever geral



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

de boa-fé nos negócios jurídicos e mesmo das teorias mais tradicionais das obrigações e validade de atos jurídicos, na medida em que uma parte não pode levar a outra a erro na formação de sua vontade, sob pena de o negócio ser passível de anulação. Não se confunde a meu ver com dever de lealdade como dever fiduciário, pela falta de representação, mas explica o desconforto da Acusação com a afirmação de compromissos que não poderiam ser cumpridos. Houvesse dolo demonstrado em tal conduta, ainda não vejo como enquadrá-la como violação do dever de lealdade, dada a relação comutativa e não fiduciária desta transação em particular, mas talvez até se pudesse cogitar de enquadramento como operação fraudulenta – se, por exemplo, houvesse comprovação de que a gestora convenceu a cotista a manter seus recursos tendo propositalmente afirmado algo que sabia incorreto (o que configuraria ardil).

28. A violação de um dever fiduciário não pode ser confundida com qualquer frustração de qualquer expectativa do investidor, apenas com aquelas que correspondam a atuação do depositário da fidúcia em nome do patrimônio do fiduciante.

29. Afora as considerações acima, pode-se até por simplicidade supor que a relação negocial entre a cotista e a gestora nesse negócio em particular pudesse ser tratada como sujeita ao dever de lealdade como modalidade de dever fiduciário – ao menos aplicando os critérios para verificação de seu cumprimento, ainda que a relação naquela situação pontual não fosse fiduciária.

30. A redação do documento permite a interpretação de que a própria gestora suportaria o custo econômico da multa incidente sobre o resgate antecipado, e não meramente que o cotista estaria isento de seu pagamento. Sob essa ótica, não se afasta, em tese, a possibilidade de discussão na esfera civil acerca do alcance obrigacional da manifestação de vontade externada pela gestora e de eventual responsabilidade indenizatória daí decorrente. Todavia, eventual ilicitude civil da conduta não implica automaticamente infração administrativa sancionadora.

31. No que tange à infração administrativa imputada, entendo verossímil e compatível com os elementos dos autos a narrativa da Defesa de que não houve qualquer dolo, e que a gestora tinha razões suficientes para entender factível o cumprimento dos compromissos que assumiu na carta conforto. No que tange aos melhores esforços de encontrar mais investidores suficientes para diluir os dois cotistas para menos de 25%, como claramente ilustrado pelo Dr. Frederico Calmon da tribuna, bastaria encontrar outros dois que investissem volumes parecidos com os dois primeiros. Desse modo, claramente essa não era uma obrigação impossível.

32. Quanto ao resgate sem ônus, embora a gestora não pudesse vincular o fundo no que tange à dispensa da taxa de saída, é bem plausível o entendimento segundo a qual os



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

dois cotistas que estavam desenquadrados, se assim ainda estivessem, deteriam mais que 50% do patrimônio do fundo (afinal, o limite é de 25% para cada). Assim, poderiam deliberar em assembleia pela reforma do regulamento a fim de excepcionar a taxa de saída, se assim desejassem. A redação não foi a mais minuciosa, mas é compatível com tal visão, especialmente diante das circunstâncias que se faziam presentes. Especialmente, não constam dos autos elementos suficientes que demonstrem dolo de distorcer a formação da vontade da cotista, muito menos obter vantagens em seu detrimento.

33. Nessa linha, não se verifica a presença de elemento subjetivo característico da deslealdade fiduciária, como a atuação em conflito efetivo de interesses, a obtenção de vantagem indevida, a ocultação deliberada de informação relevante ou o direcionamento da gestão em prejuízo do fundo ou dos cotistas. Não há nos autos, portanto, qualquer elemento indicativo de que a atuação da gestora ou de seus diretores tenha sido orientada por interesse próprio dissociado do interesse do fundo, tampouco que a emissão da carta de conforto tenha sido usada como meio de obtenção de benefício patrimonial, direto ou indireto, aos acusados, o que fragiliza o enquadramento da conduta como infração de dever de lealdade.

34. Por fim, ainda sobre a emissão da carta-conforto, destaco que, na Assembleia Geral de Cotistas de outubro de 2017, os próprios RPPS desenquadrados - inclusive o IPREMU, destinatário da carta de conforto - manifestaram-se contrários à proposta de resgate sem incidência da taxa de saída, medida que corresponderia ao cumprimento integral da promessa veiculada na referida carta. Essa deliberação coletiva, formalizada no âmbito do órgão competente para alterar as condições de resgate, revela que o próprio cotista não apenas deixou de exigir a execução da promessa, como também optou por rejeitá-la, contribuindo decisivamente para afastar qualquer expectativa legítima de implementação da providência. Em consequência, a inexistência de frustração de confiança por parte do cotista reforça a conclusão de que não se configurou quebra de dever de lealdade, ainda que se reconheça a falta de precisão dos termos da carta.

III. CONCLUSÃO

35. Voto pela **absolvição** da Planner Corretora de Valores S.A. e de Artur Martins de Figueiredo quanto à acusação de infração ao dever de diligência.

36. Voto pela **absolvição** da Fornax Consultoria Empresarial +S.A., Arnaldo José da Silva e Fábio Antônio Garcez Barbosa da acusação de infração ao dever de lealdade nos termos do art. 16, I, da ICVM 558.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2025.

João Accioly

Diretor Relator