



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.007976/2020-94 SUMÁRIO

PROPONENTES:

- 1. ENTRE INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES LTDA.;**
- 2. ANTÔNIO CARLOS FREIXO JÚNIOR;**
- 3. BANCO MÁSTER S.A.;**
- 4. VIKING PARTICIPAÇÕES LTDA.; e**
- 5. DANIEL BUENO VORCARO.**

ACUSAÇÃO:

Realização, em tese, de operações fraudulentas no mercado de capitais envolvendo cotas do Brazil Realty Fundo de Investimento Imobiliário, em suposta infração ao disposto no item I c/c o item II, alínea “c”, da então vigente Instrução CVM nº 8/1979^[1] (“ICVM 8”).

PROPOSTA:

- 1. ENTRE INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES LTDA.** se propõe a pagar à CVM, em parcela única, **R\$ 4.950.000,00 (quatro milhões, novecentos e cinquenta mil reais);**
- 2. ANTÔNIO CARLOS FREIXO JÚNIOR** se propõe a pagar à CVM, em parcela única, **R\$ 2.475.000,00 (dois milhões, quatrocentos e setenta e cinco mil reais); e**
3. BANCO MÁSTER S.A., VIKING PARTICIPAÇÕES LTDA. e DANIEL BUENO VORCARO se propõem a pagar à CVM, em parcela única, o montante de **R\$ 13.860.000,00 (treze milhões e oitocentos e sessenta mil reais)**, sendo **R\$ 5.940.000,00 (cinco milhões e novecentos e quarenta mil reais) pagos por BANCO MÁSTER S.A., R\$ 4.950.000,00 (quatro milhões e novecentos e cinquenta mil reais) pagos por VIKING PARTICIPAÇÕES LTDA. e R\$ 2.970.000,00 (dois milhões e novecentos e setenta mil reais) pagos por DANIEL BUENO VORCARO.**

ÓBICE JURÍDICO:

NÃO

PARECER DO COMITÊ:

ACEITAÇÃO

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.007976/2020-94

PARECER TÉCNICO

1. Trata-se de novas propostas de Termo de Compromisso apresentadas, (a) individualmente, por ENTRE INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES LTDA. (doravante denominada “ENTRE INVESTIMENTOS”), na qualidade de contraparte das negociações de cotas do Brazil Realty Fundo de Investimento Imobiliário; (b) individualmente, por ANTÔNIO CARLOS FREIXO JÚNIOR (doravante denominado “ANTÔNIO FREIXO”), na qualidade de diretor responsável da ENTRE INVESTIMENTOS; e, (c) de forma conjunta, por BANCO MÁSTER S.A. (atual denominação social do Banco Máxima S.A. e doravante denominado “BANCO MÁSTER”), na qualidade de subscritor da 3^a emissão de cotas do Brazil Realty Fundo de Investimento Imobiliário, VIKING PARTICIPAÇÕES LTDA. (doravante denominada “VIKING PARTICIPAÇÕES”), na qualidade de contraparte das negociações de cotas do Brazil Realty Fundo de Investimento Imobiliário, e por DANIEL BUENO VORCARO (doravante denominado “DANIEL VORCARO”), na qualidade de Diretor do Banco Máxima S.A. e de responsável pela VIKING PARTICIPAÇÕES, **após a instauração de processo administrativo sancionador** (“PAS”) pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE” ou “Área Técnica”), no qual há outras 14 (quatorze) pessoas acusadas [2].

DA ORIGEM [3] E DOS ESCLARECIMENTOS INICIAIS

2. A acusação teve origem em processo [4] instaurado no âmbito dos trabalhos ordinários de Supervisão Baseada em Risco para apurar indícios de irregularidades na 3^a emissão de cotas do Brazil Realty Fundos de Investimento Imobiliário (“Brazil Realty FII” ou “Fundo”), ofertadas nos moldes do disposto na então vigente Instrução CVM nº 476/09 (“ICVM 476”).

3. De acordo com a SRE, a emissão contém diversas irregularidades em tese, que, a princípio, poderiam ser tratadas como falta de diligência dos envolvidos. Entretanto, com o aprofundamento das investigações, verificou-se a natureza fraudulenta, em tese, das operações, considerando, em especial: (i) os diversos problemas identificados com os ativos utilizados na integralização das cotas do Fundo; e (ii) a dinâmica das negociações das cotas ocorridas posteriormente no mercado secundário de balcão não organizado.

4. Adicionalmente, a Área Técnica destacou que as três companhias investidas pelo Brazil Realty FII, conforme posição de investimentos de 30.06.2019, eram, de alguma forma, relacionadas a cotistas do Fundo. Tal situação foi considerada como um

agravante às negociações ocorridas no mercado secundário entre as partes, sendo possível inferir, de acordo com a SRE, que as operações teriam servido como um meio de transferência de recursos entre os cotistas.

5. Neste Parecer será dado enfoque às irregularidades em tese constatadas na emissão e à conduta dos proponentes.

DOS FATOS E DA MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

6. A emissão em análise apresenta as seguintes características:

Administrador Fiduciário	I.I. DTVM
Intermediário Líder	I.I. DTVM
Valor total da emissão	R\$ 250 milhões
Data de início da oferta	29.10.2018
Valor total subscrito	R\$ 139.100.557,50 entre 29.10.2018 e 31.03.2020

7. No período de 29.10.2018 a 31.03.2020, as cotas foram subscritas pelos seguintes investidores no mercado primário:

Subscritor	Valor (R\$)	Forma de Integralização
BANCO MÁSTER	R\$ 16.783.000,00	Dinheiro
M.F.I.M.	R\$ 13.000.000,00	Dinheiro
M.I.S.A.	R\$ 70.000.000,00	R\$ 70.000.000,00 de cotas da M.S.P.E.
E.E.C.S.A.	R\$ 10.377.150,00	50 lotes precificados em R\$ 207.543,00 cada
T.C.S.A.	R\$ 28.670.407,50	1.909.000 ações da B.R.E.S.A.
C.B.F.I.M.C.P.I.E.	R\$ 270.000,00	Dinheiro

Da emissora e do intermediário líder

8. Nos dias 14 e 16.08.2019 foram realizados trabalhos de inspeção nas dependências da I.I. DTVM, administradora do Brazil Realty FII e intermediário líder da oferta de cotas. Em relação às irregularidades em tese inicialmente identificadas na emissão, a Área Técnica destacou que a I.I. DTVM:

a) na qualidade de administradora fiduciária do fundo ofertante teria atuado, em tese, em desacordo com o disposto no art. 10 da ICVM 476^[5], considerando:

(i) ter declarado que a oferta teria sido aberta por solicitação de cotistas e que

tinha a intenção de captar R\$ 250 mil, conforme registrado na ata da Assembleia Geral de Cotista do Fundo (“AGC”), realizada em 28.03.2018;

(ii) não ter apresentado evidência capaz de comprovar que teriam sido oferecidas informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores e a justificativa para tal seria o fato de a oferta ter sido solicitada por cotistas do próprio Fundo;

(iii) que a ata da AGC, de 29.03.2018, apresenta registro de participação de um único cotista, sem identificação, detentor de 88,14% das cotas, e, ao se analisar a relação de cotistas, não ficou claro qual seria o cotista [\[6\]](#);

(iv) ter sido verificado que a Oferta teria alcançado outros investidores que não eram cotistas do Fundo, apesar ter sido alegado que não teria sido realizado qualquer esforço de distribuição;

(v) não ter sido apresentado contrato de distribuição celebrado entre o Emissor da Oferta e o Intermediário Líder;

(vi) que a ausência do contrato gera incertezas nos custos da emissão, por não se ter uma definição sobre a forma e o montante a ser pago pela prestação do serviço, mesmo em se tratando de mesma instituição;

b) teria sido descumprido, em tese, o disposto no art. 39, V, “a” e “c”, da Instrução CVM n° 472/08 [\[7\]](#) (“ICVM 472”), pois as Demonstrações Financeiras (“DF”) do Fundo, relativas ao exercício findo em 31.12.2017, foram divulgadas somente em 05.02.2019, de modo que a Oferta teria sido iniciada em 29.10.2018, sem, portanto, a divulgação das DFs de 2017;

c) teria sido orientada, por meio de Ofício, a realizar a suspensão da Oferta junto à CVM e à B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), mas não se manifestou sobre o Ofício;

d) na qualidade de intermediário líder da oferta, teria descumprido, em tese, o disposto no art. 11, I, da ICVM 476 [\[8\]](#), tendo em vista que:

(i) declarou que não teria realizado esforço de colocação, tendo apresentado como justificativa o fato de a Oferta ter sido solicitada pelos cotistas do Fundo;

(ii) não teria apresentado o contrato de distribuição e não teria apresentado qualquer documento discriminando a forma e o valor que o Fundo pagaria pela realização do serviço;

(iii) não teria apresentado qualquer evidência que comprovasse que teria oferecido informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores;

(iv) a oferta teria alcançado investidor que não era cotista do Fundo; e

(v) a oferta teria sido iniciada sem o Fundo ter divulgado suas DFs, não havendo, portanto, qualquer evidência de que a I.I. DTVM tenha agido com cautela e elevados padrões de diligência para assegurar que as informações prestadas pelo

- ofertante fossem verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes;
- e) teria descumprido, em tese, o prazo para informar à CVM sobre o início da Oferta, conforme o disposto no art. 7^a-A da ICVM 476^[9], tendo em vista que:
- (i) teria declarado não ter realizado esforço de colocação, o que impede a determinação da data da primeira busca por potenciais investidores;
 - (ii) as duas primeiras subscrições ocorreram em 31.10.2018; e
 - (iii) ao se estimar a data da primeira subscrição como sendo a data da primeira busca por potenciais investidores, sendo que a I.I. DTVM informou que o início da Oferta teria ocorrido em 09.11.2018, o prazo de 5 (cinco) dias úteis não teria sido cumprido;
- f) descumpriu, em tese, o disposto no artigo 3º, I, da então vigente Instrução CVM nº 541/13^[10], que exige o depósito centralizado como condição imprescindível para realização de distribuição pública de valores mobiliários, considerando que:
- (i) a bolsa é o único depositário central registrado na CVM, razão pela qual a distribuição de oferta pública das cotas teria que ter sido emitida na própria B3; e
 - (ii) a bolsa, quando do envio do Ofício à I.I. DTVM, contendo orientação de suspensão da Oferta, teria informado à CVM que não seria possível promover a suspensão da emissão, pelo fato de não ter sido identificada a divulgação do início de distribuição da oferta, e, consequentemente, não ter sido iniciada a operacionalização do processo de distribuição das cotas;
- g) também teria sido descumprido, em tese, o disposto no art. 12 da ICVM 472^[11], pelo fato de não ter sido fornecida a ata de AGC que contemplaria a aprovação da integralização das cotas feita pelo M.I. S.A., embora tenha sido disponibilizado o Boletim de Subscrição do cotista e o Laudo de Avaliação que embasou a integralização do Fundo.
9. Por fim, de acordo com a SRE, ao se aprofundar a investigação e analisar as negociações com as cotas do Fundo ocorridas no mercado secundário de balcão não organizado, no período de 28.10.2018 a 31.03.2020, restou caracterizado que a I.I. DTVM atuou como uma espécie de “câmara de liquidação”, propiciando liquidez para as operações, em tese, fraudulentas, realizadas, o que configura, em tese, infração ao disposto no item I c/c o item II, alínea “c”, da então vigente ICVM 8.

Da subscrição realizada pela M.I. S.A.

10. Em 31.10.2018, a M.I. S.A. realizou uma subscrição de 5.701.755,82 cotas do Fundo por R\$ 70 milhões. Tal valor foi integralizado com 70 milhões de cotas da M. SPE. Tais cotas, por sua vez, foram adquiridas com a integralização de 10.000 ações da M.G.II.D.I.S.A. (“MG II”), equivalentes a 100% do capital social, no valor de R\$ 146,586 milhões, na M. SPE, adquirindo-se 146.586.000 cotas da M. SPE^[12].
11. A avaliação econômico-financeira da MG II (“Laudo MG II” com data-base de

18.10.2018) apresentada pela I.I. DTVM à fiscalização teria apresentado as seguintes irregularidades:

a) ausência de assinatura e de identificação do avaliador, o que teria caracterizado a inépcia do documento;

b) sobreavaliação indevida de R\$ 56 milhões, tendo em vista que a MG II detinha 30,5% do patrimônio líquido (“PL”) de sociedade cujo PL era um imóvel de 76.000 m² e deveria ter sido precificada em R\$ 90.320.870,00 (30,5% de R\$ 296.134.000,00), tendo, no entanto, sido precificada em R\$ 146,586 milhões (49,5% de R\$ 296.134.000,00);

c) o laudo de avaliação do referido imóvel, de acordo com a Área Técnica, supostamente elaborado pela sociedade N.A.E.L., também não tinha assinatura do responsável pela elaboração, e apresentou as seguintes irregularidades em tese:

(i) consta registro de que, em pesquisa na região onde se encontra o imóvel avaliado, teriam sido encontrados imóveis similares avaliados entre R\$ 3.176,00 e R\$ 3.972,00 o metro quadrado, sem se apresentar a relação e as características dos imóveis pesquisados;

(ii) a data base do laudo de avaliação consta como sendo 01.10.2018, sendo que a referida pesquisa teria ocorrido em julho de 2017;

(iii) com base na pesquisa acima referida e sem se disponibilizar mais informações, a avaliadora concluiu que o valor do metro quadrado do imóvel avaliado seria de R\$ 3.896,50, considerando a área do imóvel como sendo de 76.000 m², o que resultou no valor de mercado do imóvel de R\$ 296,134 milhões; e

(iv) em outra seção do mesmo laudo de avaliação, o montante de R\$ 296,134 milhões foi considerado como valor para venda forçada do imóvel, e o montante de R\$ 304 milhões como valor de mercado, sem que tivesse restado claro como se teria alcançado tal valor.

12. A fim de obter informações adicionais sobre a avaliação do imóvel, a Área Técnica questionou a sociedade responsável pela elaboração, a M.I. S.A. e a M. SPE, e, após analisar as respostas, destacou que:

a) N.A.E.L. não reconheceu a autoria do laudo inicialmente apresentado na resposta do Intermediário Líder;

b) M.I.S.A. e M.S.P.E. declararam que o laudo obtido junto à I.I. DTVM era uma prévia, e encaminharam a versão final que teria de fato contido a avaliação do imóvel da M.G.I.I;

c) embora a N.A.E.L. tenha reconhecido a elaboração dessa versão, o documento também não poderia ser considerado como válido por não ter apresentado detalhamento mínimo das informações sobre os imóveis utilizados como amostra, impossibilitando a verificação da veracidade das informações utilizadas;

d) a matrícula do imóvel apresentava outra companhia como proprietária do imóvel e não a M.G.I.I;

e) a MGI SPE não teria apresentado documento formal que comprovasse a contratação do avaliador, tendo alegado ter sido realizada por meio de “reunião presencial” e “telefone”;

f) o pagamento pelo serviço no valor de R\$ 5 mil teria sido realizado em espécie, não tendo gerado qualquer formalização, bem como tendo configurado uma forma “pouco usual” de pagamento pela prestação de serviços; e

g) o recibo de pagamento apresentado aparenta ser uma imagem com a assinatura do contratado colada, o que não assegura sua autenticidade.

Da subscrição feita pelo BANCO MÁSTER

13. O BANCO MÁSTER integralizou R\$ 16,783 milhões em espécie. Ao analisar o extrato bancário da conta do Brazil Realty FII, a Área Técnica não identificou comprovante de quatro subscrições realizadas, num valor total de R\$ 2,650 milhões. Ao analisar os comprovantes enviados pelo próprio BANCO MÁSTER, a Área Técnica verificou que:

a) os valores de R\$ 750 mil e R\$ 900 mil, referentes a duas subscrições, teriam sido transferidos para outra conta do Fundo no BANCO MÁSTER; e

b) duas transferências no valor de R\$ 500 mil, referentes às outras duas subscrições, foram realizadas da conta do Fundo no BANCO MÁSTER para uma sociedade de Advogados, inexistindo comprovação de transferência do BANCO MÁSTER para o Fundo.

Das negociações no mercado secundário

14. A Área Técnica fez uma análise das negociações de cotas do Brazil Realty FII ocorridas no mercado de balcão não organizado no período de 29.10.2018 a 31.03.2020 e verificou que os três subscritores da oferta que integralizaram cotas com ativos negociaram essas cotas posteriormente, obtendo retorno financeiro irregular [13].

15. De acordo com a SRE, a ENTRE INVESTIMENTOS, companhia relacionada à I.I. DTVM, e a própria I.I. DTVM, participaram ativamente das operações em tese fraudulentas, atuando no mercado secundário como uma espécie de “câmara de liquidação”, comprando ou vendendo cotas com o intuito de proporcionar liquidez para os demais investidores do Fundo.

16. Ainda em relação à atuação da ENTRE INVESTIMENTOS como intermediária na operação, em tese, fraudulenta, a Área Técnica destacou que a PROPONENTE:

a) atuou comprando e vendendo cotas em um número elevado de negociações no mercado de balcão não organizado no período de 14.11.2018 a 13.03.2020 (177 operações);

b) nesse período, adquiriu 23.186.905 cotas por R\$ 350.693.636,43 e vendeu 23.727.003 cotas por R\$ 358.444.003,76, o que seria um indício de que funcionava como uma espécie de “câmara de liquidação” das negociações no mercado secundário;

c) questionada sobre a fundamentação econômica para as operações realizadas, a ENTRE INVESTIMENTOS afirmou que atuava nas negociações de cotas do Fundo de forma a proporcionar liquidez aos investidores;

d) tal informação corrobora a tese de que os subscritores, em especial a T.C.S.A. e a E.E.C.S.A., adquiriram cotas na certeza de que teriam a liquidez desejada [\[14\]](#);

e) a atuação em tese fraudulenta teria ficado “ainda mais evidente” em negociação ocorrida no dia 16.04.2019, quando a ENTRE INVESTIMENTOS adquiriu 43% das cotas integralizadas pela T.C.S.A. no dia anterior, o que gerou um resultado positivo de 22,2% em apenas um dia para a referida subscritora; e

f) tal atuação em tese irregular da ENTRE INVESTIMENTOS seria recorrente, tendo sido também observada no âmbito de outro PAS [\[15\]](#).

17. Em relação às negociações da M.I.S.A. no mercado secundário, a SRE destacou que ficou configurado que a companhia integralizou cotas do Fundo com o objetivo de, posteriormente, negociar tais cotas com a I.I. DTVM, a ENTRE INVESTIMENTOS e partes relacionadas, sendo possível auferir um retorno financeiro em tese irregular de R\$ 84.975.236,17, tendo em vista que:

a) no período analisado, a M.I.S.A. adquiriu um total de 7.313.381,45 cotas, nos mercados primário e secundário, ao preço médio de R\$ 12,52, e vendeu 7.210.807,44 cotas ao preço médio de R\$ 11,78, o que representaria um prejuízo de, aproximadamente, 6% nas negociações [\[16\]](#);

b) do montante utilizado para aquisição das cotas, R\$ 70 milhões são referentes à integralização de cotas da M.S.P.E, que, conforme já mencionado, foi avaliada, indiretamente, com base em laudo inepto;

c) a venda das cotas no mercado secundário tinha como objetivo dar liquidez para a operação irregular no mercado de capitais, transformando uma sociedade sobrevalorizada em recursos financeiros;

d) em uma das negociações identificadas, duas operações de compra e uma de venda ocorridas em 04.04.2019, verificou-se que a M.I.S.A. teria pago R\$ 461.550,78 (valor das compras menos valor das vendas no dia) para diminuir sua participação no Fundo em 742.857 cotas (cotadas vendidas menos cotadas compradas no dia);

e) a I.I. DTVM e a ENTRE INVESTIMENTOS figuraram como contraparte nas negociações da M.I.S.A. (como em outras negociações ocorridas no mercado secundário); e

f) uma quantidade significativa de cotas foi negociada com a VIKING PARTICIPAÇÕES,

companhia que conta com DANIEL VORCARO como sócio administrador, que é diretor do BANCO MÁSTER e relacionado tanto a H.M.V., diretor responsável pela M.I.S.A., quanto a F.C.V., diretor responsável pela M.S.P.E.

Do prejuízo sistemático gerado a fundos de investimentos no mercado secundário de balcão não organizado

18. A SRE analisou as operações ocorridas no período de outubro de 2018 a março de 2020 no mercado de balcão não organizado com o objetivo de entender quais seriam os investidores finais de todas as negociações que ocorreram e destacou que:

- a) a maioria dos fundos que negociaram cotas do Brazil Realty FII tiveram prejuízos na compra e venda ou permaneceram com as cotas em suas carteiras;
- b) dentre os fundos identificados como investidores finais, alguns apresentavam como cotistas Regime Próprio de Previdência Social (“RPPS”), que, em última linha, absorveriam os prejuízos; e
- c) no período analisado foi possível constatar um prejuízo concretizado de R\$ 5.835.052,93 e, considerando que alguns fundos ainda permaneciam com as cotas em suas carteiras, o montante do prejuízo deve se tornar ainda maior.

19. Além disso, a Área Técnica analisou o conjunto das negociações dos subscritores primários, das partes relacionadas ao BANCO MÁSTER e das partes relacionadas à I.I. DTVM e verificou que houve retorno financeiro com as operações realizadas:

- a) o **BANCO MÁSTER** teve um resultado líquido médio por cota de R\$ 1,07, o que resultou em um **lucro médio de R\$ 10.798.077,48 com as vendas realizadas no mercado secundário**;
- b) a **VIKING PARTICIPAÇÕES** teve um resultado líquido médio por cota de R\$ 0,09, o que resultou em um **lucro médio de R\$ 836.796,33 com as vendas realizadas**;
- c) **DANIEL VORCARO**, diretor do BANCO MÁSTER e responsável pela VIKING PARTICIPAÇÕES, teve um resultado líquido médio negativo por cota de R\$ 2,54, o que resultou em um **prejuízo médio de R\$ 6.822.622,71 com as vendas realizadas**;
- d) S.D.S, que foi diretor do BANCO MÁSTER no período de 27.09.1999 a 14.11.2018 e diretor da Brasil Realty Empreendimentos S.A. (“Brasil Realty”), uma das investidas do Fundo, no período de 21.02.2011 a 04.08.2015, teve um resultado líquido médio por cota de R\$ 3,33, o que resultou em um lucro médio de R\$ 1.781.241,76 com as vendas realizadas;
- e) I.I. DTVM teve um resultado líquido médio por cota nulo e **ENTRE INVESTIMENTOS** apresentou um resultado líquido médio negativo por cota de R\$ 0,01, o que resultou em um **prejuízo médio de R\$ 418.426,54**; e
- f) além da VIKING PARTICIPAÇÕES, uma outra sociedade relacionada à I.I. DTVM obteve ganhos consideráveis.

20. Adicionalmente, a SRE destacou que as respostas apresentadas pelos regulados, no sentido de que as transações foram realizadas a valor de mercado, não são

capazes de alterar os elementos que apontam para a ocorrência de operação, em tese, fraudulenta.

Dos conflitos de interesses

21. Em 30.06.2019, o Brasil Realty FII tinha investimentos em 3 companhias – Brasil Realty, MGI SPE e WWS Holding S.A. – todas elas relacionadas a cotistas do Fundo:

a) DANIEL VORCARO, Diretor do cotista BANCO MÁSTER, foi diretor da Brasil Realty, de 29.10.2015 a 29.03.2018, é irmão de uma diretora da M.I.S.A. (companhia que integralizou cotas do Fundo com ações da MGI SPE) e também relacionado a H.M.V., diretor responsável pela M.I.S.A.; e

b) P.H.B.C., diretor da Brasil Realty, a partir de 30.08.2019, é diretor da cotista T.C.S.A. (companhia que integralizou cotas do fundo com ações da Brasil Realty), da companhia utilizada pela T.C.S.A. para aquisição das ações utilizadas na integralização e da outra investida do Fundo, a W.H.S.A.

22. De acordo com a SRE:

a) DANIEL VORCARO, H.M.V. e P.H.B.C. participaram, direta ou indiretamente, das negociações ocorridas no mercado secundário e consideradas como fraudulentas; e

b) o fato de as investidas do Fundo estarem relacionadas aos cotistas foi entendido como um agravante às negociações ocorridas entre as partes, tendo em vista que serviram como um meio de transferir recursos entre elas.

DA RESPONSABILIZAÇÃO

23. Diante do exposto, a SRE propôs a responsabilização de BANCO MÁSTER, VIKING PARTICIPAÇÕES, DANIEL VORCARO, ENTRE INVESTIMENTOS e ANTÔNIO FREIXO, dentre outros, por realização de operações, em tese, fraudulentas, no mercado de capitais, em suposta infração ao disposto no item I c/c o item II, alínea “c”, da então vigente ICVM 8.

DAS PRIMEIRAS PROPOSTAS INDIVIDUAIS E CONJUNTA DE TERMO DE COMPROMISSO

Conteúdo da primeira proposta apresentada

24. Em 29.10.2021, BANCO MÁSTER, DANIEL VORCARO e VIKING PARTICIPAÇÕES apresentaram proposta conjunta de celebração de termo de compromisso (“TC”), na qual, *“considerando (...) em especial a devida comprovação da regular integralização das cotas no Fundo”*, ofereceram à CVM o pagamento do valor global de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), em parcela única, distribuído da seguinte forma:

- a) BANCO MÁSTER - R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais);
- b) DANIEL VORCARO - R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais); e
- c) VIKING PARTICIPAÇÕES - R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais).

25. Em sua manifestação os proponentes alegaram, resumidamente, que a celebração de TC nesse caso se mostraria conveniente e oportuna, tendo em vista que:

a) o TC seria o “instrumento apto a encerrar de forma célere processo sancionador que não tem efetiva possibilidade de ensejar a punição (...) permitindo a utilização eficiente de recursos da Administração Pública”;

b) colaboraram amplamente com as apurações realizadas, apresentando esclarecimentos e documentos sempre que solicitados, em clara demonstração de boa-fé;

c) os antecedentes dos acusados não obstariam a celebração de TC; e

d) nos precedentes da Autarquia em matéria de eventuais infrações em ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos com base na então vigente ICVM 476, a celebração de TC tem sido condicionada ao pagamento de um valor global de R\$ 1 milhão [\[17\]](#).

26. Por sua vez, em 13.07.2022, a ENTRE INVESTIMENTOS e seu diretor responsável, ANTÔNIO FREIXO, apresentaram propostas individuais de celebração de TC na qual propuseram pagar à CVM, em parcela única, respectivamente, R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais).

27. Em sua manifestação, ENTRE INVESTIMENTOS e ANTÔNIO FREIXO defenderam a conveniência e oportunidade da celebração de TC, argumentando que:

a) os atos supostamente irregulares teriam cessado, considerando o fato de que as negociações de compra e venda das cotas negociadas no período apontado pela SRE já teriam sido finalizadas;

b) não haveria prejuízo a ser indenizado, tendo em vista que nenhuma conduta dos proponentes teria gerado danos a terceiros e todas as negociações com contrapartes realizadas com cotas do fundo investigado teriam sido realizadas a valor de mercado e sob os riscos assumidos pelo mercado;

c) os proponentes teriam demonstrado boa-fé e teriam bons antecedentes; e

d) não existiria gravidade na conduta imputada aos proponentes e não haveria nos autos documentos comprobatórios da prática de atos ilícitos pelos proponentes ou de que esses tenham concorrido para a prática de atos ilícitos, bem como individualização de suas condutas.

Manifestação da Procuradoria Federal Especializada (PFE/CVM)

28. Em razão do disposto no art. 83 da Resolução CVM nº 45/2021 (“RCVM 45”), e conforme PARECER nº 00060/2022/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, a PFE-CVM apreciou os aspectos legais da proposta de TC, tendo opinado pela **existência de óbice jurídico** à celebração do ajuste.

29. Com relação ao requisito constante do inciso I (cessação da prática), destacou, em resumo, que:

“(...) no âmbito da Autarquia, vigora o entendimento de que: ‘sempre que as irregularidades imputadas tiverem ocorrido em momento anterior e não se tratar de ilícito de natureza continuada ou não houver

nos autos quaisquer indicativos de continuidade das práticas apontadas como irregulares, considerar-se-á cumprido o requisito legal, na exata medida em que não é possível cessar o que já não existe'. (...)

No presente caso, observa-se que as operações que levaram à obtenção de vantagem ilícita e causaram prejuízo a terceiros ocorreram entre outubro de 2018 e março de 2020. **Dessa forma, pode-se considerar cumprido o requisito legal.**

No entanto, diante da existência de práticas similares constantes de outros processos sancionadores, conforme esclarecido no Termo de Acusação, cabe ao r. Comitê de Termo de Compromisso avaliar a conveniência, oportunidade, além do cumprimento do caráter preventivo e pedagógico da atividade sancionadora mediante solução consensual do conflito de interesse” (**Grifado**)

30. Quanto ao requisito constante do inciso II (correção das irregularidades), a PFE/CVM entendeu que

“(...) como visto no relatório, a r. **SRE aponta prejuízos a terceiros** (...) [da] ordem **de quase R\$ 6 milhões** (...), além de vantagens obtidas pelos proponentes. No entanto, as propostas não indenizam esses valores. **Como não há reparação de tais montantes, nem em conjunto nem separadamente pelos proponentes, há óbice jurídico para a celebração de termo de compromisso com os interessados.**” (**Grifado**)

Deliberação do Comitê de Termo de Compromisso

31. Em 04.10.2022, o Comitê de Termo de Compromisso (“Comitê” ou “CTC”) deliberou por propor ao Colegiado da CVM a rejeição das propostas apresentadas, tendo em vista o disposto no art. 83 c/c o art. 86, *caput*, da RBCM 45, e considerando, em especial: (a) a existência do óbice apontando pela PFE-CVM, devido à ausência de proposta de resarcimento de prejuízos a terceiros; (b) a reduzida economia processual, pois apenas 9 (nove)^[18] dos 19 (dezenove) acusados ofereceram propostas de TC; e (c) a gravidade em tese das condutas.

Deliberação do Colegiado

32. Na reunião de 20.12.2022, o Colegiado afirmou não ter identificado, “entre os elementos apresentados, prejuízos individualizados, com nexo causal direto e imediato, que pudessem justificar, à luz da legislação e dos precedentes aplicáveis, o óbice jurídico apontado pela PFE/CVM”.

33. Não obstante, o Colegiado, por unanimidade, acompanhou a conclusão do parecer do Comitê e decidiu rejeitar as propostas de TC apresentadas, pois, em razão de não ter sido aberto processo de negociação, as propostas não foram tidas como suficientes para viabilizar a celebração de TC. O Colegiado registrou, ainda, que a decisão não impactaria negativamente eventual nova proposta de TC apresentada no âmbito do processo.

DA SEGUNDA PROPOSTA INDIVIDUAL DE TERMO DE COMPROMISSO

Conteúdo da segunda proposta individual apresentada por ENTRE INVESTIMENTOS e ANTÔNIO FREIXO

34. Em 21.03.2023, ENTRE INVESTIMENTOS e ANTÔNIO FREIXO apresentaram novas proposta individuais de celebração de TC, nas quais propuseram pagar à CVM, em parcela única, respectivamente, o valor de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e de R\$ 800.000,00 (oitocentos mil reais).

35. Nas propostas, os proponentes defenderam a celebração de TC com base nos seguintes argumentos principais:

- a) não haveria atos ilícitos ou irregulares a serem sanados ou corrigidos, uma vez que não constaria dos autos nenhuma conduta, dolosa ou culposa, imputada ao proponente, que caracterizasse ilicitude ou irregularidade;
- b) ainda assim, os atos supostamente irregulares teriam cessado, tendo em vista que as negociações das cotas do Fundo realizadas no período apontado pela SRE já teriam sido finalizadas;
- c) não haveria prejuízo a ser indenizado, dado que nenhuma conduta dos proponentes teria gerado quaisquer danos a terceiros e, mesmo que se considerasse a responsabilização objetiva de ANTÔNIO FREIXO como Diretor Administrativo da ENTRE INVESTIMENTOS, caberia considerar que todas as negociações com contrapartes ocorridas com cotas do Fundo teriam sido realizadas no valor de mercado e conforme as práticas usuais;
- d) o TC seria, conforme a RCVM 45, direito do acusado, que pode ou não o exercer, de forma que não caberia impor prejuízo ao acusado que exerce seu direito porque outras pessoas citadas no processo teriam optado por não o exercer;
- e) os proponentes teriam demonstrado boa-fé no âmbito do PAS e possuem bons antecedentes; e
- f) não haveria nenhuma gravidade na conduta imputada a ANTÔNIO FREIXO, qual seja, ser diretor da ENTRE INVESTIMENTOS, não havendo nos autos documentos comprobatórios de que teria praticado ou concorrido para a prática de atos ilícitos, tampouco individualização de sua conduta, ou ainda, dolo ou culpa em sua ação.

Manifestação da Procuradoria Federal Especializada (PFE/CVM)

36. Em razão do disposto no art. 83 da RCVM 45, e conforme PARECER n. 00033/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, a PFE-CVM apreciou os aspectos legais das propostas de TC apresentadas, tendo **opinado pela existência de óbice legal à celebração do ajuste**.

37. Em relação aos incisos I (cessação da prática) e II (correção das irregularidades) do § 5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, a PFE-CVM destacou, principalmente, que:

“(...) as operações intermediadas pela Entre, por meio de seu diretor responsável, as quais levaram à obtenção de vantagem ilícita e causaram prejuízo a terceiros ocorreram entre novembro de 2018 e março de 2020. Dessa forma, **pode-se considerar cessada a prática**

da atividade ilícita.

(...)

No que diz respeito à correção da infração, como visto no relatório, a r. SRE aponta prejuízos a terceiros na ordem de quase R\$ 6 milhões (...), além de lucro que somam quase R\$ 20.700 mil, obtidos pelos acusados com a negociação das cotas subscritas no mercado secundário (...). Desse montante, R\$ 418.426,54 foi lucrado diretamente pela Entre Investimentos.

(...)

Observa-se dos trechos que a atuação da Entre, conferindo liquidez às cotas irregularmente integralizadas, viabilizou o retorno financeiro de toda a operação. Sua atuação permitiu que as cotas distribuídas realmente pudessem ser alienadas a fundos de investimento, resultando em vantagem econômica para os subscritores.

Não se pode falar em correção da fraude imputada, sem que seja pago (devolvido) valor correspondente à vantagem irregularmente auferida com a operação. (...)

Ademais, os fundos adquirentes dos papéis experimentaram perdas (...) e há valores mensurados no termo de acusação. Sobre o argumento da inexistência de óbice referente a prejuízos não reparados, cumpre assinalar que a 'manifestação da PFE-CVM, além de inserida por ato próprio da CVM em sua governança interna para a análise das propostas, passou a ter expressa previsão legal, de acordo com o art. 10, § 4º, do Decreto 9.830/19'.

(...) O parecer jurídico orienta, mas não vincula as decisões do colegiado.

No que diz respeito à alegada ausência de individualização de prejuízos, é necessário esclarecer que às r. áreas técnicas da Autarquia cabe descrever a conduta ilícita. Das diligências podem resultar informações e o apontamento de investidores lesados pelos infratores. Se não é possível apontá-los, os acusados deverão compensar os danos difusamente causados ao mercado. Mas, se são encontrados ao menos alguns dos prejudicados, mensurando-se, ao menos em parte, o decréscimo patrimonial experimentado, diz-se que os prejuízos estão individualizados. Vale dizer, para além da existência de danos difusos ao mercado foi possível reconhecer os investidores que sofreram perda em seu patrimônio. Nesses casos, os montantes levantados devem ser necessariamente indenizados.

Note-se, então, que não se trata de delimitar o valor exato que compete a cada acusado indenizar. Não está no âmbito de competência da Autarquia tornar líquida e atribuir a cada imputado o valor a ser resarcido. E, se fosse esse o caso, tal avaliação pertenceria ao juízo de mérito da acusação, de cognição exauriente sendo, portanto, incabível na fase processual destinada à celebração do termo de compromisso.

(...)

(...)

Assim, como nos presentes autos há prejuízos apontados pela r. SRE e vantagens auferidas, eles precisam ser reparados e pagos como condição sine qua non de que o interesse público está

sendo atendido pela solução consensual. (...)

Como visto, a Entre, por meio de seu diretor responsável, foi indicada como agente atuante para a realização do núcleo típico da fraude, que se realiza, justamente, com a obtenção de vantagem econômica. Dessa forma, havendo vultosa vantagem apurada, além de prejuízos causados a diversos investidores (fundos de investimento), existe óbice à celebração de termo de compromisso com os proponentes.

Por fim, no que diz respeito ao argumento de que existiria direito subjetivo dos acusados à celebração do termo, frisa-se que o § 5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76 estabelece que esse acordo pode ou não ser pactuado pela CVM ‘a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir’.” (Grifado)

Negociação das Novas Propostas Individuais de Termo de Compromisso

38. Em reunião do CTC realizada em 30.05.2023, a SRE foi questionada acerca da identificação de prejuízos a terceiros no âmbito do presente PAS.

39. Tais questionamentos se deram em razão da manifestação feita pelo Colegiado na reunião de 20.12.2022, bem como do despacho de 29.03.2023 do Diretor Relator Otto Lobo, que determinou que o CTC, em conjunto com a SRE, informasse: “(i) o valor que [se] entende devido a título de prejuízos de terceiros e (ii) a quem incumbe a responsabilidade de resarcimento de tais prejuízos — de modo a possibilitar a análise acerca das propostas de termo de compromisso (...).”.

40. Em razão do acima exposto, a SRE informou, na reunião do CTC realizada em 06.06.2023, que os prejuízos dos investidores teriam ocorrido de duas formas:

a) **com a fraude em tese na oferta pública:** que incluiu pessoas naturais, jurídicas e fundos de investimento, de acordo com a última posição de cotistas a que a SRE teve acesso na época dos fatos; e

b) **com as negociações no mercado secundário:** que incluiu os fundos de investimento que, no período analisado, tiveram perdas na compra e venda das cotas, e que não tinham suas cotas majoritariamente detidas pelas empresas do grupo, dentre os quais, conforme destacado no TA, incluíam-se cotistas de Regime Próprio de Previdência Social - RPPS.

41. De acordo com a SRE, a estimativa do valor dos prejuízos individualizados deveria, primeiramente, considerar que os fatos relatados no TA se deram na seguinte sequência:

a) **Passo 1:** os acusados teriam superfaturado bens a partir de laudos de avaliação, prática alegadamente comum em diversas outras acusações já julgadas pela CVM;

b) **Passo 2:** os bens superfaturados teriam sido usados para subscrever cotas de um FII;

c) **Passo 3:** as cotas foram vendidas para outros fundos, com isso, os bens superfaturados se tornaram dinheiro em espécie; e

d) **Passo 4:** as cotas dos fundos continuaram sendo revendidas entre fundos de investimento administrados pelo mesmo grupo responsável pela fraude em tese,

inclusive, com diversas acusações formuladas pela CVM.

42. Para ilustrar o que entende serem prejuízos individualizados que constam nos autos do processo, com o respectivo nexo causal entre esses prejuízos individualizados e a acusação de operação em tese fraudulenta, a SRE indicou o prejuízo máximo dos cotistas do FUNDO à época da oferta e o prejuízo nas negociações em mercado secundário relacionadas no TA. O resultado dos prejuízos individualizados seria o somatório desses dois montantes, abaixo indicados:

a) **Prejuízo com a integralização dos bens:** levando em consideração que não estaria, inclusive, no escopo legal da CVM averiguar o valor dos imóveis, mas sim atestar a veracidade destes, utilizou-se como premissa que os ativos integralizados tinham valor igual a zero, ou seja, adotou-se a premissa de "prejuízo máximo" ao fundo, conforme a seguir:

(i) a M.I. S.A. integralizou R\$ 70.000.000,00 com 70.000.000 cotas da companhia M. SPE (as duas empresas são partes relacionadas ao BANCO MÁSTER e ambas foram acusadas no TA, sendo que A E.E.C. S.A. integralizou R\$ 10.377.150,00 em lotes de terreno, e A T.C. integralizou R\$ 28.670.407,50 com 1.909.000 ações da Brazil Realty Empreendimentos S.A., e, assumindo-se que os referidos ativos têm valor igual a zero, calcula-se o prejuízo máximo de **R\$ 109.047.557,50** para o BRAZIL REALTY FII no âmbito da oferta pública objeto da acusação;

(ii) considerando a lista de cotistas do FUNDO de 31.07.2019, data posterior às captações irregulares com os ativos em tese superfaturados, o **prejuízo com a suposta fraude poderia ser individualizado conforme tabela abaixo:**

Nome	Quantidade de Cotas	% do Total de Cotas	Prejuízo Estimado*
Bolsa de valores	18.153.952,00	54,19	59.092.871,41
BANCO MAXIMA S/A	3.677.036,72	10,98	11.973.421,81
P.J.M.	1.635.650,79	4,88	5.321.520,81
M. FIC FIM LP - CP	1.549.388,75	4,63	5.048.901,91
ARYA I. e P. LTDA (atual ENTRE INVESTIMENTOS)	1.541.765,79	4,6	5.016.187,65
P. FIM IE CP	1.334.223,00	3,98	4.340.092,79
B. 93 FIM	985.037,00	2,94	3.205.998,19
C. FIM CP	546.047,00	1,63	1.777.475,19
FI RF M.C. I. IMA-B 5	532.244,39	1,59	1.733.856,16
S.D.S.	534.273,66	1,59	1.733.856,16
M.I. SA	511.625,63	1,53	1.668.427,63
L. 20 FIM	347.197,00	1,04	1.134.094,60
S. D. - FII	347.407,00	1,04	1.134.094,60
T.C. SA	336.612,15	1	1.090.475,58
S. FIM	322.581,00	0,96	1.046.856,55
M. S/A CCTVM	281.005,00	0,84	915.999,48
A.P. SA	232.805,02	0,69	752.428,15
IC O. SPE S/A	207.326,00	0,62	676.094,86

M. FIM CP 2	99.989,29	0,3	327.142,67
S.P. SA	76.918,84	0,23	250.809,38
FII - FII E.	64.286,00	0,19	207.190,36
F. DTVM LTDA	58.163,00	0,17	185.380,85
F. DTVM LTDA	36.028,17	0,11	119.952,31
S. FIC FI RF	24.035,00	0,07	76.333,29
H.V.F.	19.119,71	0,06	65.428,53
BMI - B. M.I. LLC	17.163,46	0,05	54.523,78
C.I. SA	17.312,14	0,05	54.523,78
FG P S A	7.110,73	0,02	21.809,51
VIKING PARTICIPACOES LTDA	3.242,59	0,01	10.904,76
TOTAL			109.036.652,74

(*) as cotas custodiadas na bolsa de valores estão distribuídas entre pessoas naturais, jurídicas e fundos de investimento;

b) Prejuízo com a negociação no mercado secundário para cada uma das partes lesadas: a tabela do parágrafo 177 do TA (i) indica os investidores que tiveram lucro ou prejuízo nas operações de compra e venda de cotas do Fundo realizadas em balcão não organizado no período investigado pela SRE; e (ii) aponta que o montante dos prejuízos arcados em negociações no mercado secundário foi de R\$ 5.835.052,93; e

c) Cálculo dos prejuízos individualizados:

Nome	Prejuízo(-) na Subscrição	Lucro(+)/Prejuízo(-) no Secundário	Prejuízo(-) Total
Bolsa de valores	-59.092.871,41	0,00	-59.092.871,41
BANCO MAXIMA S/A	-11.973.421,81	10.798.077,48	-1.175.344,33
P.J.M.	-5.321.520,81	0,00	-5.321.520,81
M. FIC FIM LP - CP	-5.048.901,91	-2.075.033,22	-7.123.935,13
ARYA I. E PART. LTDA (atual ENTRE INVESTIMENTOS)	-5.016.187,65	-418.426,54	-5.434.614,19
P. FIM IE CP	-4.340.092,79	8.094,26	-4.331.998,53
B. 93 FI M.	-3.205.998,19	-396.060,00	-3.602.058,19
C. FIM CP	-1.777.475,19	-930.428,64	-2.707.903,83
FI RF M.C.I. IMA-B 5	-1.733.856,16	0,00	-1.733.856,16
S.D.S.	-1.733.856,16	1.781.241,76	47.385,60
M.I. SA	-1.668.427,63	-5.333.798,79	-7.002.226,42
L. 20 FIM	-1.134.094,60	195.856,50	-938.238,10
S. D. - FII	-1.134.094,60	0,00	-1.134.094,60
T.C. SA	-1.090.475,58	6.066.461,79	4.975.986,22
S. FIM	-1.046.856,55	-564.530,70	-1.611.387,25
M. S/A CCTVM	-915.999,48	0,00	-915.999,48
A.P. SA	-752.428,15	0,00	-752.428,15
IC O. SPE S/A	-676.094,86	0,00	-676.094,86
M. FIM CP 2	-327.142,67	3.587.759,20	3.260.616,53
S. P. SA	-250.809,38	0,00	-250.809,38

FII - FII E.	-207.190,36	-71.953,41	-279.143,77
F. DTVM LTDA	-185.380,85	0,00	-185.380,85
F. DTVM LTDA	-119.952,31	0,00	-119.952,31
S. FIC FI RF	-76.333,29	0,00	-76.333,29
H.V.F	-65.428,53	0,00	-65.428,53
BMI-B.M. I. LLC	-54.523,78	6.991.982,97	6.937.459,19
C.I. S A	-54.523,78	0,00	-54.523,78
FG P. S A	-21.809,51	0,00	-21.809,51
VIKING PARTICIPACOES LTDA	-10.904,76	836.769,33	825.864,57
CB FIM CP IE	0,00	684.481,91	684.481,91
A. FIDC NP	0,00	-6.036.637,63	-6.036.637,63
FI M. V.	0,00	0,00	0,00
H. FIM CP IE	0,00	579.103,60	579.103,60
M. 95 FIM	0,00	-418.687,50	-418.687,50
S. B. FIM	0,00	0,00	0,00
V. FIM CP IE	0,00	-397.017,30	-397.017,30
V. FIM	0,00	0,00	0,00
W. FIC FIM CP	0,00	0,00	0,00
TOTAL			94.149.397,67

43. Diante do exposto, e considerando, em especial: (a) o disposto no art. 86,*caput*, da RCVM 45; (b) o fato de a conduta ter sido praticada após a entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13.11.2017, e de existirem novos parâmetros balizadores para negociação de solução consensual desse tipo de conduta; (c) o fato de a Autarquia já ter celebrado termos de compromisso em situação que guarda certa similaridade com a presente, como, por exemplo, no TC envolvendo o PA CVM 19957.002437/2016-[19] 82 (decisão do Colegiado em 13.08.2019, disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190813_R1.html); (d) a fase em que se encontra o processo; (e) os antecedentes dos proponentes [20]; (f) o fato de o Colegiado ter afastado, na reunião de 20.12.2022, o óbice legal indicado no PARECER n. 00060/2022/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU; e (g) o PARECER n. 00033/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, por meio do qual foram apreciadas as presentes propostas, e no âmbito do qual manteve-se a opinião quanto à existência de óbice jurídico à celebração de TC nos termos do art. 11, § 5º, II, da Lei nº 6.385/76, não obstante tenha sido afirmado que tal manifestação não vincula as decisões do Colegiado, o Comitê, à luz, inclusive, da deliberação do Colegiado, na reunião de 20.12.2022, DELIBEROU [21], por maioria, por abrir processo de negociação, e propôs a adequação das propostas apresentadas, com assunção de obrigação pecuniária, em parcela única, contemplando (i) o resarcimento dos prejuízos apontados pela Área Técnica no valor de R\$ 94.149.397,67 (noventa e quatro milhões, cento e quarenta e nove mil, trezentos e noventa e sete reais e sessenta e sete centavos), atualizado pelo IPCA desde 13.03.2020, e (ii) o pagamento do mesmo valor indicado no item “i” a título de

danos difusos.

44. O Comitê deliberou também que, caso não ocorresse a adequação da proposta nos termos acima, opinaria junto ao Colegiado no sentido de que as propostas de celebração de TC fossem REJEITADAS, dado que o óbice legal indicado no PARECER n. 00033/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU não teria sido superado.

45. O CTC deliberou ainda que, caso o Colegiado venha a entender, quando da nova apreciação do caso, pela manutenção da sua decisão inicial de que não restou evidenciada a existência de óbice jurídico na espécie, sua opinião final será a de adequação das propostas apresentadas, com assunção de obrigação pecuniária, em parcela única, no montante de R\$ 6.725.000,00 (seis milhões e setecentos e vinte e cinco mil reais), sendo R\$ 4.500.000,00 (quatro milhões e quinhentos mil reais) por ENTRE INVESTIMENTOS e R\$ 2.250.000,00 (dois milhões e duzentos e cinquenta mil reais) por ANTÔNIO FREIXO, a título de danos difusos.

46. Cabe esclarecer que o valor proposto pelo Comitê levou em conta, em especial, (i) o valor total da 3^a emissão de cotas do Fundo; (ii) que a irregularidade, em tese, enquadra-se no Grupo IV do Anexo 63 da RCVM 45; (iii) o envolvimento de fundos com cotistas qualificados como Regime Próprio de Previdência Social - RPPS; e (iv) a existência de fraude em tese no caso concreto.

47. Após terem sido comunicados da decisão, os representantes dos proponentes, tempestivamente, manifestaram anuêncià à proposta do CTC quanto ao pagamento de R\$ 4.500.000,00 (quatro milhões e quinhentos mil reais) por ENTRE INVESTIMENTOS e de R\$ 2.250.000,00 (dois milhões e duzentos e cinquenta mil reais) por ANTÔNIO FREIXO, válida caso o Colegiado venha a afastar o óbice jurídico.

48. Tendo em vista os esclarecimentos havidos na reunião acima referida, cabe ainda informar que a PFE/CVM, por meio da NOTA n. 00020/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, fez complemento ao Parecer n. 00033/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, nos seguintes termos principais:

“Constou do parecer PFE que a atuação da sociedade [Entre Investimentos], conferindo liquidez às cotas do Brazil Realty, foi fundamental à geração de retorno financeiro para os subscritores que lhe transferiram as cotas que integralizaram. Importante ressaltar, também, a relação que a Entre mantinha com as sociedades beneficiadas. (...)

(...) a atuação fundamental da Entre para a circulação das cotas no mercado secundário e seu lugar de controlada por membro do grupo responsável pela operação fraudulenta no mercado, a coloca como agente fundamental na causação dos prejuízos observados e, ainda, para a obtenção de retorno financeiros com a operação fraudulenta.

No entanto, no que diz respeito, especificamente, à devolução do valor lucrado como medida corretiva da irregularidade, tal providência deve recair sobre as sociedades que negociaram com a Entre e que figuraram diretamente como beneficiárias de toda a operação.

Assim, não é possível apontar óbice à solução consensual com a Entre Investimentos pela ausência de devolução de vantagem

financeira obtida (já que não houve apontamento, no TA, de vantagem auferida diretamente pela Entre), muito embora o montante deva ser levado em consideração para o estabelecimento da indenização a ser paga como compensação pelo grave e vultoso abalo à confiança no mercado de capitais.

Nada obstante, há que se ressaltar que a Entre já esteve envolvida em operações semelhantes apuradas em outros processos sancionadores da Autarquia (...).

Assim, diante do envolvimento da sociedade em práticas semelhantes, para além do óbice apontado no Parecer nº 00033/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU (ausência de reparação dos prejuízos apontados pela r. SRE), não parece recomendável a solução consensual no presente caso.” **(Grifado)**

DA SEGUNDA PROPOSTA CONJUNTA DE CELEBRAÇÃO DE TERMO DE COMPROMISSO

Conteúdo da segunda proposta conjunta apresentada

49. Em 04.05.2023, BANCO MÁSTER, VIKING PARTICIPAÇÕES e DANIEL VORCARO apresentaram proposta conjunta de celebração de TC, em que propuseram pagar à CVM, em parcela única, o montante de R\$ 2.000.000,00 (dois milhões de reais), sendo R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) por BANCO MÁSTER, R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) por VIKING PARTICIPAÇÕES e R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) por DANIEL VORCARO.

50. No expediente apresentado, os proponentes alegaram, principalmente, que:

- a) o Colegiado já teria deliberado que não haveria prejuízos com nexo causal direto e imediato a serem indenizados, de forma que todos os requisitos legais para o ajuste estariam preenchidos;
- b) o TA não descreveria o nexo de causalidade entre a operação fraudulenta e o prejuízo causado aos investidores, pois não apontaria quais seriam as condutas irregulares dos proponentes determinantes para a ocorrência do suposto evento danoso;
- c) o histórico de cotações do Fundo indicaria que a volatilidade do valor da cota teria aptidão para gerar ganhos ou prejuízos para seus investidores, conforme suas respectivas decisões de comprar ou vender o ativo, assim como ocorreria com diversos fundos imobiliários;
- d) essa variação do preço das cotas não teria relação com as condutas dos proponentes, sendo que a acusação sequer teria procurado estabelecer qualquer vínculo nesse sentido, de forma que os lucros e os prejuízos advindos da negociação das cotas do Fundo decorreriam da oscilação normal do valor do ativo;
- e) o TA apresentou, de forma exemplificativa, um conjunto de investidores selecionados pela SRE que, no período por ela escolhido (outubro de 2018 a março de 2020), teriam obtido resultados negativo em negociações de cotas do Fundo;

f) a tabela do item 177 do TA poderia ser diferente caso a SRE tivesse optado por mostrar um outro conjunto de investidores ou utilizado outro período de negociação;

g) a acusação teria reconhecido que alguns fundos teriam obtido lucro, outros prejuízo e outros não teriam alienado o papel, como ocorreria no ordinário funcionamento do mercado secundário de cotas de um fundo de investimento;

h) os lucros e os prejuízos advindos da negociação das cotas do Fundo decorreriam da oscilação normal do valor do ativo não tendo relação com as condutas praticadas pelos proponentes; e

i) os dados levantados pela acusação demonstrariam que diversos acusados que seriam partes relacionados do BANCO MASTER (denominação atual do BANCO MÁSTER) teriam tido prejuízos em suas negociações, não se podendo exigir resarcimento de prejuízos de terceiros, nesses casos.

Manifestação da PFE/CVM

51. Em razão do disposto no art. 83 da RCVM 45, e conforme PARECER n. 00061/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, a PFE-CVM apreciou os aspectos legais das propostas de TC apresentadas, tendo **opinado pela existência de óbice legal à celebração do ajuste**.

52. Em relação ao inciso I (cessação da prática) do § 5º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, a PFE-CVM indicou que:

“No presente caso, observa-se que as operações investigadas, as quais, segundo a peça acusatória, levaram à obtenção de vantagem ilícita e causaram prejuízo a terceiros, ocorreram entre novembro de 2018 e março de 2020. Dessa forma, pode-se considerar cessada a prática da atividade ilícita.

53. Quanto ao inciso II (correção das irregularidades) do § 5º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, a PFE-CVM destacou, principalmente, que:

“No que diz respeito à correção da infração, os interessados argumentam que não haveria controvérsia sobre o tema, diante da decisão do Colegiado emitida em 20.12.2022. Sobre o argumento, cumpre assinalar que a ‘manifestação da PFE-CVM (...) passou a ter expressa previsão legal, de acordo com o art. 10, § 4º, do Decreto 9.830/19.

(...)

Portanto, esta Procuradoria Federal Especializada tem a atribuição legal de se manifestar, previamente à decisão do Colegiado, acerca da presença dos requisitos objetivos impostos pela norma como indispensáveis à celebração de termo de compromisso. O parecer jurídico orienta, mas não vincula as decisões do aludido órgão.

Verifica-se no TA que, no tempo da acusação, não havia sido comprovada a transferência de parte do valor subscrito pelo Banco à conta do Realty (...). A defesa apresentou documentos adicionais (...) que parecem comprovar a mencionada integralização.

Extrai-se, no entanto, que, a partir das apurações, a r. SRE concluiu que

a operação causou **prejuízos** a terceiros na ordem de quase **R\$ 6 milhões (...)**. Acerca dos argumentos dos proponentes que questionam o nexo de causalidade havido entre a conduta dos agentes e os prejuízos apurados, a r. SRE esclareceu o seguinte [22] (...):

o Alegação - o termo de acusação não descreveria o nexo de causalidade entre a operação fraudulenta e o prejuízo causado aos investidores; ou seja, não descreveria de que forma as condutas seriam determinantes para a ocorrência do evento danoso.

'4. Preliminarmente, cabe destacar que a operação fraudulenta apontada no Termo de Acusação ocorreu da seguinte forma:

Passo 1: Os acusados superfaturaram bens a partir de laudos de avaliação, prática comum em diversas outras acusações já julgadas pela CVM (beneficiados dentro do nexo de causalidade);

Passo 2: Estes bens superfaturados são usados para subscrever cotas de um FII;

Passo 3: As cotas são vendidas para outros fundos, com isso, os bens superfaturados se tornam dinheiro em espécie;

Passo 4: As cotas dos fundos continuam sendo revendidas entre fundos de investimento, em sua maioria administrados pelo mesmo grupo acusado no Termo de Acusação, inclusive, com diversas outras acusações formuladas pela CVM;

Passo 5: **Os investidores que apresentassem as 3 condições a seguir: (i) subscreveram as cotas com dinheiro; (ii) detinham as cotas no momento em que a oferta ocorreu; e (iii) não eram partes relacionadas aos acusados; foram prejudicados com a integralização dos ativos superfaturados.**

5. Como é ilustrado no passo a passo acima, é possível observar a existência de dois nexos de causalidade dentro do termo de acusação:

I - Subscrição na oferta - Beneficiados: aqueles que subscreveram na oferta utilizando ativos, com laudo de avaliação considerado fraudulento pela acusação, na sua integralização; **Prejudicados**: investidores que subscreveram as cotas com dinheiro e as detinham no momento em que a oferta ocorreu e não eram partes relacionadas aos acusados.

II - Negociação no mercado secundário - Beneficiados: aqueles que nas operações de compra e venda das cotas terminaram, no período investigado, com lucro e eram partes relacionadas aos acusados; Prejudicados: os que operaram na contraparte dos acusados e, no período investigado, apuraram prejuízo.

6. No que se refere ao item (I) (...) descrito acima, embora os proponentes (...) não tenham subscrito diretamente as cotas da 3ª emissão do Fundo no mercado primário com ativos, a [M.I. S.A.] uma das beneficiadas, empresa ligada aos proponentes, integralizou R\$ 70.000.000,00 das cotas do Fundo usando ativos com laudo de avaliação apontado como fraudulento pelo termo de acusação.

7 . Para o item (II) (...), o nexo de causalidade entre a operação fraudulenta e o prejuízo causado aos investidores pode ser verificado por meio do documento (...) [em que] são detalhadas as movimentações ocorridas no secundário no mercado de balcão não organizado. Entre as movimentações é possível inferir que as movimentações dos acusados se relacionam diretamente com as movimentações dos fundos elencados na tabela do parágrafo 177 do Termo de Acusação. Entre os prejudicados estão as contrapartes das operações de compra e venda realizadas pelos acusados (...).

o Alegação: a variação do preço das cotas não teria relação com as condutas praticadas pelos proponentes.

'8. Em relação à alegação, (...) cumpre informar que as negociações analisadas no Termo de Acusação foram negociações em mercado de balcão não organizado, onde o preço de transação das cotas são definidos pelas partes das operações.

o Alegação: a tabela constante do item 179 do Termo de Acusação poderia ser completamente diferente caso a SRE tivesse optado por mostrar um outro conjunto de investidores ou tivesse optado por um outro período de negociações;

'9. Em relação à alegação (...), é evidente que qualquer corte diferente de tempo apresentaria números diferentes, entretanto, o ponto chave da acusação foi o modus operandi utilizado pelos acusados onde, conforme detalhado acima, foram integralizados no Fundo ativos superfaturados e, posteriormente, repassadas as cotas para outros investidores, em especial, outros fundos de investimentos. Adicionalmente, cabe frisar que o período utilizado na acusação é, não apenas representativo, como também foi definido sem que ocorresse qualquer juízo de valor, dado que naquele momento não se tinha acesso às informações das negociações.'

o Alegação: diversos proponentes teriam tido prejuízo em suas negociações, não se podendo exigir ressarcimento de prejuízos de terceiros, nesses casos;

'10. (...) cumpre informar que, dentre os acusados proponentes da nova proposta de Termo de Compromisso aqui analisada, apenas o Sr. Daniel Bueno Vorcaro apresentou aparente prejuízo.

11. Diante desta alegação, detalhou-se abaixo as negociações realizadas pelo Sr. Daniel Bueno Vorcaro no mercado secundário de balcão não organizado no mesmo período analisado no Termo de Acusação:

. Data - 22.03.2019/ Quantidade de Cotas - 2.690.736,00/ P.U. - R\$14,68/ Valor R\$39.500.004,48/ Contraparte - Compra do Banco Master S.A.

. Data - 26.03.2019/ Quantidade de Cotas - 1.590.736,000000/ P.U. - R\$12,14/ Valor R\$19.315.831,99/ Contraparte - Venda para Viking Participações Ltda.

. Data - 04.04.2019/ Quantidade de Cotas - 1.100.000,000000/ P.U. - R\$12,15/ Valor - R\$13.361.549,78/ Contraparte - Venda para (...) [M.I.] S.A.

Como se nota, a alegação de que o proponente obteve prejuízo não prospera, uma vez que que as negociações por ele efetuadas foram somente entre partes diretamente relacionadas.'

Como se verifica, o nexo de causalidade começa na integralização das cotas com ativos que não foram precificados de acordo com padrões técnicos exigidos. Não há como considerar irrelevante esse fato, diante da repercussão direta havida entre o valor atribuído aos bens incorporados ao fundo e aquele conferido às cotas.

Quanto à relação entre a conduta dos proponentes e a variação do preço dos ativos no mercado secundário (cotas do Realty), como assinalou a área técnica, '*as negociações analisadas no Termo de Acusação foram realizadas em mercado de balcão não organizado, onde o preço de transação das cotas são definidos pelas partes das operações*'. Vale observar como fator sensível, o fato de cerca de metade dos fundos listados pela área técnica terem sido administrados, à época, por pessoas apontadas como participantes da operação fraudulenta.

No que diz respeito ao questionamento acerca do período escolhido pela r. SRE para averiguar os prejuízos, nota-se que foi escolhido aquele compreendido entre o início da oferta e o fim do período investigativo. O fato de, posteriormente, novas operações realizadas pelo fundo terem eventualmente gerado valorização das cotas e retorno financeiro a investidores, não é suficiente para invalidar as consequências geradas pela operação objeto desses autos.

Ademais do que foi dito até aqui, a acusação apontou, também, a existência de **retorno financeiro** para os proponentes nos seguintes valores: **Banco Máxima - R\$10.798.077,48; Viking - R\$836.769,33** (...). Certo é que não se pode falar em correção da fraude imputada, sem que seja pago (devolvido) valor correspondente à vantagem irregularmente auferida com a operação diante, inclusive, do princípio constitucional da moralidade, que rege a Administração Pública. (...)

(...)

(...) como nos presentes autos há prejuízos apontados pela r. SRE e vantagens auferidas, os montantes precisam ser reparados e pagos como condição *sine qua non* de que o interesse público está sendo atendido pela solução consensual.

(...)

Dessa forma, havendo, no entendimento desta PFE, retorno financeiro e prejuízos a serem indenizados, conclui-se que há óbice à celebração de termo de compromisso com os proponentes.

(...)

(...) sendo necessária a análise acerca da proposta indenizatória apresentada pelos interessados e, para além do óbice apontado, cabe ressaltar que, para o cumprimento das missões pedagógica e preventiva da regulação estatal, os danos difusos precisam ser fixados não apenas em função da gravidade da conduta, em tese, cometida pelos acusados - e no caso, trata-se de suposta operação fraudulenta no mercado de capitais, infração de natureza grave - mas deve, ainda, ser proporcional ao respectivo envolvimento no ilícito e à capacidade econômica do

agente.

Observa-se que o Senhor Daniel Vorcaro, durante o período investigado, em uma única operação (22.3.2019) adquiriu, do Banco Máxima, 2.690.736,00 cotas emitidas pelo Realty, no valor unitário de R\$14,68. O negócio movimentou R\$ 39.500.004,48 (...). No que diz respeito a Viking, a sociedade adquiriu da Indigo, líder da oferta, R\$ 55 milhões em cotas do Realty, em 22.8.2019 (...).

Assim é que, no caso concreto, em vista do volume dos negócios relacionados à operação fraudulenta, a desproporcionalidade das indenizações se mostra manifesta, comprometendo a legalidade da celebração do Termo de Compromisso proposto, conforme ficou consignado no **PARECER nº 00010/2016/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU**, emitido no NUP nº 19957.000244/2016-97 (...)

(...)

(...) caso o r. Colegiado mantenha o entendimento de que não se identifica, entre os elementos apresentados, prejuízos individualizados, com nexo causal direto e imediato, que justifiquem o óbice jurídico apontado pela PFE/CVM, para o fim de viabilizar a solução consensual, opina-se no sentido de que o valor mínimo a ser dispendido pelos proponentes precisa corresponder à maior movimentação diária dos interessados com uma parte também imputada nos autos, haja vista que, como dito, o montante revela sua capacidade econômica e o grau de envolvimento com a operação, elementos indispensáveis para a fixação de montante que cumpra as missões preventiva e pedagógica da atividade sancionadora da CVM.

No caso do Banco Máxima e Daniel Vorcaro, foram encontradas transações de compra (Daniel) e venda (Máxima), realizadas no dia 22.3.2019, cujo preço total pago foi R\$ 39.500.004,48 (...). Este, então, deve ser o piso para a contrapartida dos proponentes. Em relação à Viking, as operações de compra e venda no valor de R\$ 55 milhões ocorreram com a Indigo na ponta vendedora (...). Deve ser esse o mínimo compensatório dos danos difusos a ser apresentado por esta sociedade.

Vale observar que a emissão teve o valor de R\$ 250 milhões, estando os valores apontados em consonância com o limite contido no artigo 11, §1º, II da Lei 6.385, de 7.12.1976". (**destaques do original**)

Negociação da Segunda Proposta Conjunta e Reabertura da Negociação com Entre Investimentos e Antônio Freixo

54. Em reunião ocorrida em 05.09.2023, e por meio de deliberação de 08.09.2023, o CTC, ao analisar a proposta conjunta de TC apresentada, e tendo em vista: (a) o disposto no art. 83 c/c o art. 86, *caput*, da RCVM 45; (b) o fato de a Autarquia já ter celebrado termos de compromisso em situação que guarda certa similaridade com a presente, como, por exemplo, no caso referente ao TC envolvendo o PA CVM 19957.002437/2016-82^[23] (decisão do Colegiado em 13.08.2019, disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190813_R1.html); (c) o fato de o Colegiado ter afastado, na reunião de 20.12.2022, o óbice legal indicado no PARECER

n. 00060/2022/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU; e (f) que, no PARECER n. 00061/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, ao se apreciar a proposta conjunta, manteve-se a opinião quanto à existência de óbice jurídico à celebração de TC nos termos do art. 11, § 5º, II, da Lei nº 6.385/76, não obstante tenha sido sustentado que tal manifestação não vincula as decisões do Colegiado, ENTENDEU, à luz, inclusive, da deliberação do Colegiado na reunião de 20.12.2022, que seria possível discutir a viabilidade de um ajuste para o encerramento antecipado do caso em tela. Assim, consoante faculta o disposto no art. 83, §4º, da RCVM 45, o CTC decidiu negociar as condições da proposta apresentada.

55. Considerando, em especial: (a) o disposto no art. 86, *caput*, da RCVM 45; (b) o histórico dos proponentes^[24]; (c) o fato de a conduta ter sido praticada após a entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13.11.2017, e de existirem novos parâmetros balizadores para negociação de solução consensual desse tipo de conduta; (d) a fase em que se encontra o processo; e (e) o montante dos prejuízos individualizados apontados pela SRE, DELIBEROU, por maioria^[25], propor o aprimoramento da proposta apresentada, com assunção de obrigação pecuniária, em parcela única, contemplando: (i) o ressarcimento dos prejuízos apontados pela Área Técnica no valor de R\$ 94.149.397,67 (noventa e quatro milhões, cento e quarenta e nove mil, trezentos e noventa e sete reais e sessenta e sete reais), atualizado pelo IPCA desde 13.03.2020, e (ii) o pagamento do mesmo valor indicado no item “i” por danos difusos.

56. Também por maioria, o Comitê deliberou ainda que:

a) caso não ocorra a adequação da proposta nos termos acima, opinará junto ao Colegiado no sentido de que a proposta conjunta seja REJEITADA, dado que o óbice legal indicado no PARECER n. 00033/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU não teria sido superado;

b) não obstante, caso o Colegiado venha a entender, quando da nova apreciação do caso, pela manutenção da sua decisão inicial relativa ao tema do óbice jurídico, opinará pela adequação da proposta apresentada, com assunção de obrigação pecuniária, em parcela única, no montante de R\$ 149.800.010,75 (cento e quarenta e nove milhões, oitocentos mil, dez reais e setenta e cinco centavos), sendo R\$ 47.400.005,38 (quarenta e sete milhões, quatrocentos mil, cinco reais e trinta e oito centavos) por BANCO MÁSTER, R\$ 55.000.000,00 (cinquenta e cinco milhões de reais) por VIKING PARTICIPAÇÕES, e R\$ 47.400.005,38 (quarenta e sete milhões, quatrocentos mil, cinco reais e trinta e oito centavos) por DANIEL VORCARO, levando em conta o valor da maior negociação feita pelos proponentes com cotas de emissão do BRAZIL REALTY entre 14.11.2018 e 13.03.2020, conforme sugerido no PARECER n. 00061/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU.

57. Tendo em vista a decisão de se adotar o valor da maior negociação como critério de apuração da indenização a título de danos difusos, o CTC também deliberou na citada reunião, por maioria^[26], por reabrir o processo de negociação junto a ENTRE INVESTIMENTOS e a ANTÔNIO FREIXO, para assegurar tratamento isonômico entre

todos os proponentes de TC no âmbito do PAS CVM 19957.007976/2020-94.

58. Assim, em 08.09.2023, o CTC entendeu, por maioria, por ratificar os termos da deliberação adotada na reunião de 06.06.2023, exceto no que se refere ao valor da obrigação pecuniária a ser paga por esses proponentes, se o Colegiado vier a manter sua decisão de afastamento de óbice jurídico quando da nova apreciação do caso. O CTC entendeu que, nesse caso, a proposta deveria ser readequada, com assunção de obrigação pecuniária, em parcela única, no montante de R\$ 74.999.997,00 (setenta e quatro milhões, novecentos e noventa e nove mil e novecentos e noventa e sete reais), sendo R\$ 49.999.998,00 (quarenta e nove milhões, novecentos e noventa e nove mil e novecentos e noventa e oito reais) pela ENTRE INVESTIMENTOS, e R\$24.999.999,00 (vinte e quatro milhões, novecentos e noventa e nove mil e novecentos e noventa e nove reais) por ANTÔNIO CARLOS FREIXO JÚNIOR, levando-se em conta o valor da maior negociação feita (em 22.08.2019) com cotas de emissão do BRAZIL REALTY pela ENTRE INVESTIMENTOS, entre 14.11.2018 e 13.03.2020, conforme sugerido no PARECER n. 00061/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU.

59. Cabe informar que, em 06.09.2023, foi encaminhado aos membros do CTC parecer jurídico elaborado pelo advogado Fábio Medina Osório a pedido do proponente DANIEL VORCARO, sobre a afirmada existência de óbice jurídico à celebração de TC no caso. No referido parecer jurídico, argumenta-se que:

- a) na decisão de 20.12.2022, o Colegiado teria indicado que a rejeição das propostas se dava pelo fato de que, não tendo sido aberto processo de negociação, tais propostas não teriam tido como incorporar a hipótese de resarcimento de prejuízos individualizados, que poderia ter sido considerada, caso a Área Técnica tivesse apresentado informação sobre o assunto;
- b) no caso dos proponentes, apenas em relação à negociação no mercado secundário, o nexo de causalidade entre a suposta operação fraudulenta e o eventual prejuízo a terceiros poderia justificar reparação (contudo, a SRE teria admitido, no Ofício Interno nº 29/2023/CVM/SRE/GER-3, que a tabela constante dos itens 163 e 166 do TA apresentaria números diferentes, caso outro conjunto de investidores ou outro período de análise tivesse sido escolhido, de forma que a tabela não se presta a responder às informações solicitadas pelo Diretor Relator ao CTC e à SRE, em 29.03.2023, quais sejam: (i) o valor que entendem devido a título de prejuízos de terceiros; e (ii) a quem incumbe a responsabilidade de resarcimento de tais prejuízos);
- c) no PARECER nº 00061/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU concluiu-se que permaneceria o óbice jurídico à celebração do TC, em decorrência de prejuízos a serem indenizados e vantagens financeiras obtidas e não restituídas, tendo-se indicado, ainda, que, caso o Colegiado afaste novamente o referido óbice jurídico, o valor a ser estabelecido para recomposição dos danos difusos causados pela suposta infração precisa levar em consideração o envolvimento dos acusados com o ilícito e a capacidade econômica revelada;
- d) no que se refere à individualização dos prejuízos, o parecer da PFE/CVM indicaria

que foram feitos questionamentos à SRE, a qual teria indicado por meio de Ofício Interno que:

- (i) o período escolhido para apurar os prejuízos teria sido aquele compreendido entre o início da oferta e o fim da investigação;
 - (ii) o fato de, posteriormente, as operações realizadas terem gerado valorização das cotas do Fundo e propiciado retorno financeiro aos investidores não seria suficiente para invalidar a causalidade entre a suposta operação fraudulenta e os eventuais prejuízos individualizados;
 - (iii) as negociações realizadas por DANIEL VORCARO no mercado secundário não teriam resultado em prejuízo porque suas contrapartes seriam partes diretamente relacionadas;
 - (iv) teria havido retorno financeiro para os proponentes BANCO MÁSTER (R\$ 10.798.077,48) e VIKING PARTICIPAÇÕES (R\$ 836.769,33); e
 - (v) os proponentes não teriam sido diretamente beneficiados na subscrição, dado que não teriam subscrito as cotas da 3^a emissão do Fundo com ativos;
- e) a vantagem irregular somente poderia ser imputada à sobrevalorização das cotas oriunda da diferença entre o valor dos bens utilizados na integralização das cotas e o valor pago em dinheiro pelos demais subscritores;
- f) não haveria como estabelecer causalidade entre a conduta dos proponentes na negociação secundária das cotas e os supostos prejuízos de terceiros que não participaram das subscrições em dinheiro, nas suas negociações no mercado de balcão não organizado;
- g) os eventuais resultados negativos obtidos por essas contrapartes nas negociações secundárias das cotas seriam uma consequência diversa, sem nexo causal direto e imediato que justifique o óbice jurídico apontado pela PFE/CVM; e
- h) inexistiriam precedentes a justificar, como critério de indenização, “a maior movimentação diária dos interessados com uma parte também imputada nos autos”, como critério de indenização de prejuízos de terceiros.

60. A PFE/CVM se manifestou sobre o parecer jurídico nos termos do PARECER n. 00082/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, que indicou, em síntese, que:

“(...) Os prejuízos gerados aos investidores advieram das ações efetuadas pelos agentes em conjunto. Dessa forma, não é possível considerá-los isoladamente como se cada um, de per si, fosse apto a gerar os resultados apontados pela r. SRE

(...) a oscilação de preços que ocorre naturalmente no mercado de capitais, muita vez, impedirá a constituição de uma prova que demonstre, de forma direta, a relação de causa e efeito entre o ilícito cometido e o prejuízo experimentado por terceiros.

No entanto, a prova indiciária (...) é admitida, inclusive, na seara do processo penal, sendo considerada por muitos como o seu meio principal de prova.

(...) vale ressaltar, também, que não estamos na seara cível e sim no âmbito do direito administrativo. Assim, a quantificação exata dos valores dos prejuízos não é o objetivo principal do processo sancionador, mas, sim, o de definir uma ordem de grandeza para os prejuízos resultantes da infração, de modo a conferir proporcionalidade entre o abalo ao mercado de capitais e a resposta estatal para o caso, de modo a dar efetivo cumprimento ao caráter educativo e preventivo da ação sancionadora, também presente na solução consensual.

(...) abrir uma etapa de apuração de valores não atende o princípio da celeridade, que serve como uma das justificativas para a celebração do termo de compromisso, e, diga-se, não constitui direito subjetivo dos peticionantes (...).

No que diz respeito ao argumento de que inexistiria suporte legal ou precedentes que justificassem '*como critério de indenização 'a maior movimentação diária dos interessados com uma parte também imputada nos autos'*' (...) o patamar proposto pela PFE está de acordo com o disposto na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e não tem mesmo relação com os prejuízos apontados no termo de acusação (...).

A reparação daqueles prejuízos e a devolução dos benefícios auferidos são providências prévias à negociação com o r. Comitê de Termo de Compromisso(...). E aqui, ressalte-se que o r. Colegiado refutou a existência de prejuízo, mas não abordou a questão referente à devolução dos benefícios apontados no TA.

Então, a nosso ver, não está totalmente superada a questão referente à existência/inexistência de óbice legal à solução consensual. Se ambos os óbices forem superados pelos interessados (...) ou não vislumbrados pelo r. Colegiado, então, o r. CTC negociará um montante a ser oferecido a título de compensação pelo dano difuso causado pelo ilícito, ou seja, o abalo à transparência e confiabilidade do mercado de valores mobiliários como um todo (...).

O artigo 11, §1º, da lei de criação da CVM fixa, para a reparação ao mercado de valores mobiliários, os seguintes parâmetros legais: a capacidade econômica do infrator; os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade e os motivos da imposição da multa. Ou seja, a gravidade da infração e o envolvimento do agente com o ilícito (...).

(...)

No que diz respeito (...) ao Senhor Daniel Vorcaro, importante repisar que, ao menos em tese, o TA versa sobre uma operação fraudulenta, na qual houve negociação entre partes relacionadas, constando menção a respeito da existência de atos de natureza similar que teriam sido praticadas pelos acusados e que foram objeto de outros processos.

Então, ao menos em princípio, haveria elementos indicatórios de que o prejuízo de um dos imputados teria sido "compensado" com lucros havidos por ele e por outros, nessas operações e, até mesmo, em negociações correlatas.

(...) o valor mínimo apontado pela PFE tem relação com o envolvimento dos proponentes na operação e a capacidade econômica demonstrada no caso concreto (...).

A [capacidade econômica] do Sr. Vorcaro, inclusive, foi objeto de divulgação recente na mídia. Por sua vez, o Banco Master (...) é uma das

instituições financeira que tem apresentado maior ascensão no atual cenário nacional (...).

(...) A ponderação da capacidade econômica das pessoas envolvidas (...) é uma exigência do princípio da isonomia (...) razão pela qual esta PFE recomenda a revisão dos montantes que eventualmente já tenham sido negociados neste processo, mas cujos compromissos ainda não foram celebrados com a Administração, de modo a igualar as exigências em respeito aos princípios antes mencionados.

(...) no que diz respeito à eventual falta de precedentes para os critérios adotados, (...) a segurança jurídica não impede que o ato administrativo se adeque a situações jurídicas, desde que resguardado o princípio da legalidade.

(...) a Administração Pública pode evoluir na aplicação da lei, não estando '*impedida de modificar o seu comportamento ou o seu padrão decisório*', desde que justifique a decisão, '*afastando qualquer suspeita de atuação caprichosa ou contrária aos padrões éticos da boa-fé*'."

61. A SRE também se manifestou sobre o referido parecer jurídico, tendo ratificado as informações prestadas na reunião do CTC de 30.05.2023 e indicado que, "tendo em vista que a operação fraudulenta apontada no Termo de Acusação não se resumiu apenas na integralização de cotas, mas também nas posteriores negociações dessas cotas no mercado secundário, (...) a responsabilidade de ressarcir os prejuízos caberia a todos os acusados (...)".

Pedidos de Reconsideração das Deliberações do CTC de 08.09.2023

62. Após terem sido comunicados da decisão do CTC de 08.09.2023, os representantes de BANCO MÁSTER, VIKING PARTICIPAÇÕES e DANIEL VORCARO apresentaram pedido de reconsideração, solicitando a revisão dos critérios adotados pelo CTC com base nos seguintes argumentos:

- a) levando em conta a decisão do Colegiado de 20.12.2022, não haveria controvérsia de que a proposta conjunta de TC apresentada cumpriria os requisitos legais relativos à cessação da prática e correção de irregularidades e que não haveria prejuízos com nexo causal e imediato a serem indenizados, de forma que todos os requisitos legais para o ajuste estariam preenchidos;
- b) a demonstração da existência de prejuízos a serem reparados pelos proponentes requereria que o TA apontasse quais eram as condutas irregulares praticadas pelos proponentes com a descrição de como essas condutas seriam determinantes para a ocorrência do evento danoso, o nexo de causalidade;
- c) não bastaria que a acusação citasse a ocorrência de negociações de ativos no mercado secundário, tampouco que apresentasse um rol de investidores que tivessem tido prejuízos nessas negociações;
- d) a negociação de cotas de um fundo de investimentos em mercado secundário não constituiria ato ilícito e a existência de investidores com prejuízo em negociação de cotas de um ativo seria natural no mercado de capitais e não geraria dever de indenizar;

e) tendo em vista que o Colegiado já teria afastado a existência de óbice jurídico, não seria possível aceitar a contraproposta do CTC que reiteraria argumentos já afastados pelo Colegiado; e

f) além disso, os parâmetros fixados pelo CTC para a contraproposta não encontrariam fundamento na realidade acusatória e processual, e seriam desproporcionais à jurisprudência da CVM, o que impediria a negociação da proposta.

63. Os proponentes ENTRE INVESTIMENTOS e ANTÔNIO FREIXO também encaminharam pedido de reconsideração, após manifestarem sua recusa à proposta deliberada na reunião do CTC de 08.09.2023. Em seu pedido, os proponentes alegaram em resumo que:

a) a proposta do CTC para reabertura da negociação foi rejeitada pelos proponentes, considerando (i) que os valores sugeridos não seriam proporcionais e razoáveis, e estariam em desacordo com os critérios utilizados pelo CTC para caso similares, e (ii) o não reconhecimento do óbice jurídico apontado pela PFE/CVM na Reunião de Colegiado de 20.12.2022;

b) posteriormente à rejeição da proposta de reabertura das negociações, a SRE elaborou despacho com análise da fixação do valor a ser considerado pelo CTC;

c) ao considerar o prejuízo estimado pela integralização dos bens, com a negociação de cotas no mercado secundário, a SRE concluiu que o prejuízo individualizado gerado pela ENTRE INVESTIMENTOS seria no valor total de R\$ 5.434.614,19 (cinco milhões, quatrocentos e trinta e quatro mil, seiscentos e quatorze reais e dezenove centavos), não sendo apontado nenhum valor para ANTONIO FREIXO;

d) embora o CTC e a Área Técnica afirmassem que há a necessidade de resarcimento integral do prejuízo, não seria viável que essa obrigação recaísse sobre uma das partes acusadas integralmente, o que gera óbice à celebração de TC;

e) os proponentes apresentaram proposta de TC em valor crível e em conformidade com o despacho apresentado pela Área Técnica, qual seja, o valor de R\$ 2,250 milhões por ANTONIO FREIXO e R\$ 4,5 milhões por ENTRE INVESTIMENTOS; e

f) solicitaram a reconsideração da decisão do CTC de rejeição de suas propostas e ofereceram novamente o pagamento do valor de R\$ 2,250 milhões por ANTONIO FREIXO e R\$ 4,5 milhões por ENTRE INVESTIMENTOS, conforme deliberado pelo CTC em 06.06.2023, na hipótese de novo afastamento do óbice jurídico pelo Colegiado.

Deliberação do Comitê de Termo de Compromisso

64. O art. 86 da RCV 45 estabelece que, além da oportunidade e da conveniência, há outros critérios a serem considerados quando da apreciação de propostas de TC, tais como a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes [27] dos acusados, a colaboração de boa-fé e a efetiva possibilidade de punição no caso concreto.

65. Nesse tocante, há que se esclarecer que a análise do Comitê é pautada pelas

grandes circunstâncias que cercam o caso, não lhe competindo apreciar o mérito e os argumentos próprios de defesa, sob pena de convolar-se o instituto de TC em verdadeiro julgamento antecipado. Em linha com orientação do Colegiado, as propostas de TC devem contemplar obrigação que venha a surtir importante e visível efeito paradigmático junto aos participantes do mercado de valores mobiliários, desestimulando práticas semelhantes.

66. Nesse sentido, após reunião e deliberação em 08.09.2023, tendo em vista a existência do óbice apontando pela PFE-CVM, devido à ausência de proposta de ressarcimento de prejuízos a terceiros então sustentada, e a gravidade em tese das condutas em tela, o Comitê entendeu, por maioria, e em linha com as suas deliberações anteriores, que não seria oportuna e conveniente a celebração de TC no presente caso e, também por maioria, deliberou por opinar junto ao Colegiado pela rejeição das propostas individuais de TC apresentadas por ENTRE INVESTIMENTOS e ANTÔNIO FREIXO, e da conjunta apresentada por BANCO MÁSTER, VIKING PARTICIPAÇÕES e DANIEL VORCARO.

67. Por fim, em reuniões realizadas, respectivamente, em 19.09.2023 e 10.10.2023, o CTC deliberou, por maioria, por manter a sua deliberação anterior, por seus próprios e jurídicos fundamentos, e não acolheu os pedidos de reconsideração da decisão de 08.09.2023 formulados pelos proponentes BANCO MÁSTER, VIKING PARTICIPAÇÕES e DANIEL VORCARO^[28], e pelos proponentes ENTRE INVESTIMENTOS e ANTÔNIO FREIXO^[29].

68. Assim, nos termos da deliberação ocorrida em 08.09.2023^[30], o CTC decidiu, por maioria, por opinar junto ao Colegiado da CVM pela **REJEIÇÃO** das propostas individuais de Termo de Compromisso apresentadas por ENTRE INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES LTDA. e por ANTÔNIO CARLOS FREIXO JÚNIOR, bem como da proposta conjunta de Termo de Compromisso apresentada por BANCO MÁSTER S.A., VIKING PARTICIPAÇÕES LTDA. e DANIEL BUENO VORCARO, nos termos do que consta das linhas precedentes do presente parecer.

Deliberação do Colegiado

69. Em 03.09.2024, o Colegiado da CVM apreciou as novas propostas individuais e conjunta apresentadas pelos PROPONENTES. O Colegiado discordou da abordagem da SRE relativamente aos prejuízos que a área sustentou que existiriam no caso, por entender, inclusive, que tal abordagem extrapolou os limites da peça acusatória respectiva, tendo entendido, ainda, “que a própria Procuradoria também ultrapassou os seus limites de atuação no caso concreto”.

70. Não obstante, o Colegiado também se manifestou no sentido de que a economia processual limitada, aliada à natureza dos ilícitos em tese imputados no caso concreto, demandaria a majoração dos valores propostos.

71. Assim, o Colegiado, por unanimidade, nos termos do art. 86, §1º, da RCM 45, determinou o retorno do processo ao CTC para que a negociação dos valores

propostos fosse retomada, “(...) com a observância das diretrizes colocadas acima, mantendo-se a premissa de que o óbice jurídico já havia sido afastado pelo Colegiado da CVM em 20.12.2022, em linha com os posicionamentos adotados pelo SGE e pelo titular da SNC no contexto das deliberações havidas no CTC”.

DA REABERTURA DAS NEGOCIAÇÕES PELO CTC

72. Em reunião realizada em 22.10.2024, o CTC deliberou^[31] por REABRIR o processo de negociação junto ao PROPONENTES, nos termos da decisão do Colegiado de 03.09.2024.

73. Assim, considerando todo o acima exposto e, em especial, (a) o disposto no art. 86, *caput*, da RCVM 45; (b) o fato de a conduta ter sido praticada após a entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13.11.2017, e de existirem novos parâmetros balizadores para negociação de solução consensual desse tipo de caso; (c) a fase em que se encontra o processo (sancionadora); (d) o histórico dos PROPONENTES^[32]; (e) a r. decisão proferida pelo Colegiado da CVM em 03.09.2024; (f) o valor total da 3ª emissão de cotas do Brazil Realty FII; (g) que a irregularidade, em tese, enquadraria-se no Grupo IV do Anexo 63 da RCVM 45; (h) o envolvimento de fundos com cotistas qualificados como Regime Próprio de Previdência Social - RPPS; (i) a acusação de fraude, em tese, existente; e (j) a reduzida economia processual vislumbrada, o Comitê propôs a adequação das propostas de TC apresentadas, com assunção de obrigação pecuniária, em parcela única, nos seguintes termos:

a) **proposta conjunta:** pagamento à CVM do montante de R\$ 13.860.000,00 (treze milhões e oitocentos e sessenta mil reais), sendo R\$ 5.940.000,00 (cinco milhões e novecentos e quarenta mil reais) pagos por BANCO MÁSTER, R\$ 4.950.000,00 (quatro milhões e novecentos e cinquenta mil reais) pagos por VIKING PARTICIPAÇÕES e R\$ 2.970.000,00 (dois milhões e novecentos e setenta mil reais) pagos por DANIEL VORCARO; e

b) **propostas individuais:** pagamento à CVM do montante de R\$ 7.425.000,00 (sete milhões e quatrocentos e vinte e cinco mil reais), sendo R\$ 4.950.000,00 (quatro milhões e novecentos e cinquenta mil reais) pagos pela ENTRE INVESTIMENTOS e R\$ 2.475.000,00 (dois milhões e quatrocentos e setenta e cinco mil reais) pagos por ANTÔNIO FREIXO.

74. Comunicados da decisão, ENTRE INVESTIMENTOS e ANTÔNIO FREIXO, tempestivamente, manifestaram aceitação do proposto pelo CTC.

75. BANCO MÁSTER, VIKING PARTICIPAÇÕES e DANIEL VORCARO, por sua vez, apresentaram contraproposta, sugerindo que o montante de R\$ 13.860.000,00 (treze milhões e oitocentos e sessenta mil reais), proposto pelo CTC, fosse pago da seguinte forma:

a) R\$ 11.880.000,00 (onze milhões e oitocentos e oitenta reais) pagos por BANCO MASTER;

- b) R\$ 1.480.000,00 (um milhão e quatrocentos e oitenta mil reais) pagos por VIKING PARTICIPAÇÕES; e
- c) R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) pagos por DANIEL VORCARO.

76. O pedido de modificação da forma de pagamento foi fundamentado nos seguintes argumentos principais:

- a) DANIEL VORCARO não teria sido acusado no processo na qualidade de diretor responsável do BANCO MASTER e não seria estatutariamente responsável pelas operações realizadas por essa instituição financeira;
- b) o único ato imputado a DANIEL VORCARO na peça acusatória teria sido a negociação de cotas do Brazil Realty FII no mercado secundário, na qual teria incorrido em prejuízo;
- c) “embora seja prática do CTC atribuir ao diretor responsável o pagamento de metade do valor da obrigação pecuniária indicada para a pessoa jurídica”, esse procedimento não seria aplicável no caso, dado que DANIEL VORCARO não seria formal ou materialmente responsável pelos atos supostamente irregulares praticados pelo BANCO MASTER;
- d) a VIKING PARTICIPAÇÕES, por sua vez, teria tido retorno financeiro relativamente baixo, de R\$ 836.769,33 (oitocentos e trinta e seis mil, setecentos e sessenta e nove reais e trinta e três centavos), com resultado líquido médio de R\$ 0,09 por cota vendida; e
- e) não seria razoável que a distribuição dos ônus financeiros da proposta de TC não guarde correspondência com o resultado das operações questionadas.

77. Em reunião realizada no dia 29.10.2024, o Comitê deliberou^[33] por REITERAR junto a BANCO MÁSTER, VIKING PARTICIPAÇÕES e DANIEL VORCARO os termos da sua decisão de 22.10.2024.

78. Comunicados da decisão, BANCO MÁSTER, VIKING PARTICIPAÇÕES e DANIEL VORCARO, tempestivamente, manifestaram aceitação do proposto pelo CTC.

DA DELIBERAÇÃO FINAL DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

79. O art. 86 da RCMV 45 estabelece que, além da oportunidade e da conveniência, há outros critérios a serem considerados quando da apreciação de propostas de TC, tais como a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes^[34] dos acusados, a colaboração de boa-fé e a efetiva possibilidade de punição no caso concreto.

80. Nesse tocante, há que se esclarecer que a análise do Comitê é pautada pelas grandes circunstâncias que cercam o caso, não lhe competindo apreciar o mérito e os argumentos próprios de defesa, sob pena de convolar-se o instituto de TC em verdadeiro julgamento antecipado. Em linha com orientação do Colegiado, as propostas de Termo de Compromisso devem contemplar obrigação que venha a surtir

importante e visível efeito paradigmático junto aos participantes do mercado de valores mobiliários, desestimulando práticas semelhantes.

81. Assim, e após o êxito na negociação empreendida, o Comitê entendeu, por meio de deliberação eletrônica ocorrida em 05.11.2024^[35], que o encerramento do presente caso por meio da celebração de TC, com assunção de obrigação pecuniária, em parcela única, junto à CVM, do montante de **R\$ 21.285.000,00 (vinte e um milhões e duzentos e oitenta e cinco mil reais)**, sendo **R\$ 5.940.000,00 (cinco milhões e novecentos e quarenta mil reais) pagos por BANCO MÁSTER**, **R\$ 4.950.000,00 (quatro milhões e novecentos e cinquenta mil reais) pagos por VIKING PARTICIPAÇÕES**, **R\$ 2.970.000,00 (dois milhões e novecentos e setenta mil reais) pagos por DANIEL VORCARO**, **R\$ 4.950.000,00 (quatro milhões e novecentos e cinquenta mil reais) pagos pela ENTRE INVESTIMENTOS**, e **R\$ 2.475.000,00 (dois milhões e quatrocentos e setenta e cinco mil reais) pagos por ANTÔNIO FREIXO**, afigura-se conveniente e oportuno, e que a contrapartida em tela é adequada e suficiente para desestimular práticas semelhantes, em atendimento à finalidade preventiva do instituto de que se cuida, inclusive por ter a CVM, entre os seus objetivos legais, a promoção da expansão e do funcionamento eficiente do mercado de capitais (art. 4º da Lei nº 6.385/76), que está entre os interesses difusos e coletivos no âmbito de tal mercado.

DA CONCLUSÃO

82. Em razão do acima exposto, o Comitê, por meio de deliberação ocorrida em 05.11.2024^[36], decidiu opinar junto ao Colegiado da CVM pela **ACEITAÇÃO** das propostas individuais de Termo de Compromisso apresentadas por **ENTRE INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES LTDA.** e por **ANTÔNIO CARLOS FREIXO JÚNIOR**, bem como da proposta conjunta de Termo de Compromisso apresentada por **BANCO MÁSTER S.A., VIKING PARTICIPAÇÕES LTDA. e DANIEL BUENO VORCARO**, sugerindo a designação da Superintendência Administrativo-Financeira para o atesto do cumprimento das obrigações pecuniárias assumidas.

Parecer Técnico finalizado em 27.11.2024.

^[11] I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

(...)

c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros.

^[21] Ao todo, o Termo de Acusação ("TA") referente ao PAS CVM 19957.007976/2020-94 responsabilizou 19 (dezenove) pessoas, das quais 9 (nove) pessoas jurídicas e 10 (dez) pessoas naturais.

[3] As informações apresentadas neste Parecer Técnico até o capítulo denominado “Da Responsabilização” correspondem a um resumo do que consta da peça acusatória.

[4] PA CVM 19957.007107/2019-06.

[5] Art. 10. O ofertante deverá oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores.

[6] A relação de cotistas do Fundo apresentada pela I.I. DTVM para a data 29.03.2018 mostrava o BANCO MÁSTER com 15,57% de participação, bolsa de valores (investidores diversos no mercado de bolsa) com 82,56% de participação, e mais 7 cotistas com percentuais de participação variando de próximo a zero até 1,17%.

[7] Art. 39. O administrador deve prestar as seguintes informações periódicas sobre o fundo: V - anualmente, até 90 (noventa) dias após o encerramento do exercício:

a) as demonstrações financeiras

(...)

c) o relatório do auditor independente.

[8] Art. 11. São deveres do intermediário líder da oferta: I - tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.

[9] Art. 7º-A O início da oferta pública distribuída com esforços restritos deverá ser informado pelo intermediário líder à CVM, no prazo de 5 (cinco) dias úteis, contado da primeira procura a potenciais investidores.

[10] Art. 3º O depósito centralizado é condição: I - para a distribuição pública de valores mobiliários.

[11] Art. 12. A integralização em bens e direitos deve ser feita com base em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, de acordo com o Anexo 12, e aprovado pela assembleia de cotistas, exceto quando se tratar da primeira oferta pública de distribuição de cotas do fundo.

[12] De acordo com a 4ª alteração contratual da M.G.I.S.P.E., de 25.10.2018 (aumento de capital de R\$ 146,586 milhões), o capital social da sociedade, que era de R\$ 58.377.400,00 (58.377.400 cotas), passa a ser de R\$ 204.963.400,00 (204.963.400 cotas). A M.G.I.S.P.E. contava com 2 sócios: (i) a M.I.S.A., que, antes da 4ª alteração contratual, detinha 17.875.160 cotas da M.G.I.S.P.E. e, após a 4ª alteração contratual, passou a deter 164.461.160 cotas da MGI SPE; e (ii) o próprio Fundo Emissor, que detinha 40.502.240 cotas da M.G.I.S.P.E. antes da 4ª alteração contratual, e permaneceu com o mesmo número de cotas após o aumento de capital. De acordo com a 5ª alteração contratual da M.G.I.S.P.E., de 12.04.2019, a M.I.S.A. cede e transfere R\$ 70 milhões (70 milhões de cotas) ao Brazil Realty FII.

[13] Além da M.I.S.A., T.C.S.A e E.E.C.S.A. integralizaram cota com ativos cujos laudos de avaliação apresentaram, em tese, diversas falhas e irregularidades.

[14] T.C.S.A. realizou um total de 9 (nove) operações no mercado secundário no período analisado e todas as 9 (nove) foram vendas para a ENTRE INVESTIMENTOS. Já a E.E.C.S.A. realizou um total de 4 (quatro) operações, sendo 1 (uma) venda para a ENTRE INVESTIMENTOS e 3 (três) vendas para a I.I. DTVM

[15] No âmbito do PAS 19957.009798/2019-01 foi observado que a Entre Investimentos vendeu cotas de fundo e, ao tentar verificar a destinação dos recursos recebidos, foi identificado que a Entre Investimentos teria transferido R\$ 18 milhões para a I.I. DTVM, que teria transferido o recurso para a

VINKING PARTICIPAÇÕES, que, por sua vez, o teria transferido para DANIEL VORCARO, diretor do BANCO MÁXIMA. No referido processo, diversos acusados apresentaram proposta de Termo de Compromisso, que foi aceita pelo Colegiado da CVM em 01.12.2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201201_R1/20201201_D1836.html.

- [16] Foram 17 operações feitas, 14 de venda e 3 de compra, em um período de 14 meses.
- [17] Conforme PAS CVM 19957.004971/2017-12, aceito em reunião do Colegiado de 08.05.2018, e PAS CVM 19957.009385/2016-75, aceito em reunião do Colegiado de 28.11.2017.
- [18] Conforme já comentado, além dos cinco proponentes, outras quatro pessoas responsabilizadas no TA (duas pessoas naturais e duas pessoas jurídicas) apresentaram propostas de celebração de TC que foram apreciadas em conjunto no Parecer n. 00060/2022/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU.
- [19] Trata-se de proposta conjunta de TC apresentada por administradora e gestora, tendo em vista a eventual ocorrência de operação fraudulenta em negócios realizados entre fundos administrados, em possível infração à alínea "c" do item II da então vigente ICVM 8.
- [20] ENTRE INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES LTDA. e ANTÔNIO CARLOS FREIXO JÚNIOR não constavam como acusados em outros processos administrativos sancionadores instaurados pela CVM. (Fonte: Sistema de Inquérito e Sistema Sancionador Integrado. Acesso em 07.11.2023).
- [21] Deliberado, por maioria, com os votos vencedores dos membros titulares de SSR, SEP, SMI e SPS. Os membros titulares de SGE e SNC entenderam que, sem prejuízo da opinião anteriormente manifestada pelo CTC, mas considerando o inteiro teor da decisão do Colegiado, de 20/12/2022, o ponto relativo ao óbice jurídico indicado pela PFE-CVM já teria sido superado, tendo o Colegiado inclusive se manifestado no sentido de que o presente caso é passível de negociação, sem exigência de valor adicional. Nesse contexto, os membros titulares de SGE e SNC votaram pela abertura de negociação à luz dos critérios institucionais que hoje balizam negociações em casos similares, e em linha com a proposta da maioria para o caso de afastamento do óbice jurídico.
- [22] Trata-se das informações prestadas no Ofício Interno nº 29/2023/CVM/SRE/GER-3, que foi elaborado em atendimento à NOTA n. 00018/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, por meio da qual a PFE-CVM solicitou que a SRE se manifestasse sobre as seguintes alegações presentes na proposta de TC dos proponentes: “*c) o termo de acusação não descreveria o nexo de causalidade entre a operação fraudulenta e o prejuízo causado aos investidores; ou seja, não descreveria de que forma as condutas seriam determinantes para a ocorrência do evento danoso; d) que a variação do preço das cotas não teria qualquer relação com as condutas praticadas pelos proponentes; e) ‘que a tabela constante do item 179 (na verdade, itens 163 e 166) do Termo de Acusação poderia ser completamente diferente caso a SRE tivesse optado por mostrar um outro conjunto de investidores ou tivesse optado por um outro período de negociações’; e) diversos proponentes teriam tido prejuízo em suas negociações, não se podendo exigir resarcimento de prejuízos de terceiros, nesses casos.*”
- [23] Trata-se de proposta conjunta de TC apresentada por administradora e gestora tendo em vista a eventual ocorrência de operação fraudulenta em negócios realizados entre fundos administrados, em possível infração à alínea "c" do item II da então vigente Instrução CVM nº 08/79.
- [24] BANCO MÁSTER (atual denominação social do BANCO MÁXIMA) consta no PA CVM 19957.010180/2022-81 (eventual manipulação de mercado, ICVM 8, b, e Lei nº 6.385/76, art. 27-C) e no PAS CVM 19957.006441/2021-87 (eventual manipulação de preços, ICVM 8, II, b, e Lei nº 6.385/76, art. 27-C). Processos encerrados mediante TC global aprovado pelo Colegiado em 16.12.2022. Cumprimento de TC, no valor de R\$ 1.104.000,00 em 10.01.2023 (Fonte: Sistema de Inquérito - INQ e Sistema Sancionador Integrado - SSI da CVM. Último acesso em 07.11.2023).

DANIEL VORCARO consta no PAS CVM 19957.009798/2019-01 (eventual descumprimento dos deveres do intermediário líder previstos no art. 11, I, da ICVM 476, e realização, em tese, de operação

fraudulenta nos termos do item I c/c item II, letra "c", da ICVM 8). Processo encerrado mediante TC aprovado pelo Colegiado em 01.12.2020. Cumprimento de TC, no valor de R\$ 250.000,00, em 26/2/2021 (Fonte: Sistema de Inquérito - INQ e Sistema Sancionador Integrado - SSI da CVM. Último acesso em 07.11.2023).

VIKING PARTICIPAÇÕES não tem histórico na CVM (Fonte: Sistema de Inquérito - INQ e Sistema Sancionador Integrado - SSI da CVM. Último acesso em 07.11.2023).

[25] Deliberado pelos membros titulares de SEP, SSR e SPS, vencidos: (a) o substituto da SMI, que foi favorável a uma indenização por danos difusos equivalente a duas vezes o valor dos prejuízos apontados pela Área Técnica, na hipótese de o Colegiado vir a afastar o óbice jurídico quando da nova apreciação do caso; e (b) os titulares de SGE e SNC, que, preliminarmente, mantiveram o entendimento adotado na reunião de 06.06.2023 (vide N.E. nº 21), de que o óbice jurídico indicado pela PFE/CVM não se sustenta à luz da decisão do Colegiado de 20/12/2022, razão pela qual foram favoráveis à abertura de negociação segundo os critérios ordinariamente aplicados nas negociações de casos similares. No que tange ao valor a ser proposto a título de danos difusos, foram favoráveis à aplicação dos mesmos critérios que adotaram no caso da ENTRE INVESTIMENTOS e de ANTÔNIO FREIXO, alternativamente à proposta então debatida de utilização, além do fator de majoração ligado ao histórico dos proponentes, do critério de três vezes o lucro obtido pelo BANCO MÁXIMA e pela VIKING PARTICIPAÇÕES, e da aplicação de 50% da soma desses dois valores para DANIEL VORCARO, resultando nos seguintes valores: (a) R\$ 38.873.078,93 para BANCO MÁSTER; (b) R\$2.510.307,99 para VIKING PARTICIPAÇÕES; e (c) R\$20.942.724,26 para DANIEL VORCARO.

[26] Deliberado pelos membros titulares de SEP, SSR, SPS, vencidos o substituto da SMI e os membros titulares de SGE e SNC que adotaram, quanto a essa deliberação, o mesmo entendimento descrito na N.E. nº 25.

[27] Vide N.E.s nº 20 e 24.

[28] Deliberado pelos membros titulares de SPS, SMI, SEP e SSR, vencidos os titulares de SGE e SNC, que foram favoráveis ao acolhimento do pedido de reconsideração apenas no que se refere ao ponto da superação do óbice, e, no mérito, apenas quanto à possibilidade de negociação da obrigação pecuniária nos termos manifestados por SGE e SNC no âmbito da deliberação anterior do CTC.

[29] Deliberado pelos membros titulares de SMI, SEP e SSR e pelo substituto de SPS, vencidos o titular de SGE e o substituto de SNC, que votaram pelo acolhimento do pedido de reconsideração, entendendo que o óbice jurídico já foi afastado e que a contrapartida então oferecida era adequada.

[30] Vide N.E.s nº 25 e 26.

[31] Deliberado pelos titulares de SGE, SNC e SEPe pelos substitutos do SPS, SSR e SMI.

[32] **BANCO MÁSTER** consta nos processos de TC Global PA CVM 19957.010180/2022-81 - Manipulação do Mercado (Lei nº 6.385/76, Art. 27-C) ePAS CVM 19957.006441/2021-87 - Manipulação de preços (ICVM 8, II, b). Colegiado de 16.12.2022: Aceitação da proposta de TC. Cumprimento de TC em 10.01.2023 (Fonte: Sistema de Inquérito - INQ e Sistema Sancionador Integrado - SSI da CVM. Último acesso em 26.11.2024).

DANIEL BUENO VORCARO consta no PAS CVM 19957.009798/2019-01 - Deveres do Intermediário Líder (ICVM 476, Art. 11, I) - item I c/c item II, alínea "c", da ICVM 8. Colegiado de 01.12.2020. Cumprimento de Termo de Compromisso em 26.02.2021 (Fonte: Sistema de Inquérito - INQ e Sistema Sancionador Integrado - SSI da CVM. Último acesso em 26.11.2024).

VIKING PARTICIPAÇÕES LTDA, ENTRE INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES LTDA. e ANTÔNIO CARLOS FREIXO JÚNIOR não constam como acusados em outros processos administrativos sancionadores instaurados pela CVM. (Fonte: Sistema de Inquérito e Sistema Sancionador Integrado. Último acesso em 26.11.2024).

[33] Deliberado pelos membros titulares de SGE, SNC, SEP, SMI, SPS e SSR.

[34] Vide N.E. nº 32.

[35] Deliberado pelos membros titulares de SGE, SMI, SPS, SSR e SNC.

[36] Vide N.E. nº 35.



Documento assinado eletronicamente por **Andre Francisco Luiz de Alencar Passaro, Superintendente**, em 11/12/2024, às 15:25, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Lobianco, Superintendente**, em 11/12/2024, às 17:05, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 11/12/2024, às 19:27, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 11/12/2024, às 23:22, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Guilherme de Paula Aguiar, Superintendente**, em 12/12/2024, às 09:47, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Paulo Roberto Gonçalves Ferreira, Superintendente**, em 12/12/2024, às 10:13, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **2218801** e o código CRC **1A14DC64**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2218801** and the "Código CRC" **1A14DC64**.*
