



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005363/2021-01

Reg. Col. 2839/23

Acusados: Milo Investimentos S.A. e Pedro Junqueira Moll

Assuntos: Apurar responsabilidade pela suposta criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários.

Relator: Diretor João Accioly

RELATÓRIO

I. SÍNTESE INTRODUTÓRIA

1. O caso trata da venda, em 4.4.2019, de 1.842.857 cotas do Brazil Realty FII (BZLI11) pela Milo a Pedro ao preço unitário de R\$ 7,00, totalizando R\$ 12,9 milhões (1341174). No mesmo dia, a própria Milo adquiriu de Daniel Vorcaro, filho de seu diretor responsável, Henrique Vorcaro (não acusados neste processo), 1.100.000 cotas do mesmo Fundo a R\$ 12,1469 cada (1341173).¹
2. Em bolsa, no período, as cotas oscilavam entre R\$ 12,00 e R\$ 16,00, e o próprio contrato de compra e venda declarava valor patrimonial de R\$ 12,165347 por cota na data-base de 28.2.2019.
3. Segundo os acusados, a alienação integrou arcabouço de contratos coligados. A Acusação viu na estrutura a simulação de um financiamento destinada a encobrir transferência de recursos sem fundamentação econômica (*money pass*).

II. ACUSAÇÃO

4. Segundo a peça acusatória da SIN (1619186), foi formalizada uma operação por feixe de instrumentos coligados: (i) os instrumentos da alegada Parceria Comercial, a Outorga de Opção e Cessão de Direitos do Programa Credicesta, entre Pedro Moll e Daniel Vorcaro (1341288), e a Opção Segpar, com a Alliance Participações S.A. (1341289); (ii) o Contrato de Compra e Venda de Cotas entre Pedro e Milo (1341290); (iii) o Instrumento de Outorga de Opção de Venda (*put*), a Pedro Moll, e de Opção de

¹ Este PAS CVM nº 19957.005363/2021-01 é conexo ao PAS CVM nº 19957.007976/2020-94, com o qual é apreciado conjuntamente. Sua origem está nas negociações realizadas pela Milo Investimentos S.A. com cotas do Brazil Realty FII no mercado secundário de balcão não organizado, e em especial, no conjunto de operações liquidadas em 4.4.2019, data em que a Milo adquiriu cotas de Daniel Bueno Vorcaro por R\$ 12,15 cada, e, no mesmo dia, alienou cotas a Pedro Junqueira Moll por R\$ 7,00 cada (1252757; §§152 e 162-164 do TA do PAS CVM nº 19957.007976/2020-94). Posteriormente, em 25.6.2019, Pedro Junqueira Moll alienou as cotas a R\$ 14,69 (1619186, §14).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Compra (*call*), à Milo (1341291); (iv) o Contrato de Opção sobre as ações da GNI11 Empreendimentos Imobiliários S.A., celebrado com Henrique Vorcaro e instruído com as escrituras dos imóveis da sociedade (1341292 e 1341293); (v) as escrituras dos imóveis adquiridos por Pedro Moll e a opção sobre imóveis celebrada com a Milo, garantida por fiança de Henrique Vorcaro (1341294 e 1341295); (vi) os Contratos de Alienação Fiduciária de 921.428 cotas do BZLI11 (1341296) e de cotas do Brazilian Graveyard FII (1341298); (vii) o Contrato de Usufruto sobre os direitos econômicos das quotas da Mercatto Incorporações Imobiliárias Ltda (1341297); (viii) a Nota Promissória de R\$ 25 milhões emitida por Henrique Vorcaro em favor de Pedro Moll (1341299); e (ix) o Compromisso de Ajuste, que limitaria o retorno ao principal “ajustado por 1%” (1341302). Em 17.11.2021, as partes firmaram o Termo de Encerramento, Ajuste de Preço e Cessão e Transferência de Cotas (1450914), pelo qual Pedro Moll recebeu R\$ 2,25 milhões e transferiu à Milo 291.412,549 cotas do BZLI11, com quitação recíproca.

5. A Acusação sustenta a competência da CVM a partir da caracterização da operação como realizada em mercado de balcão não organizado, nos termos do art. 4º da Instrução CVM nº 461, em razão da interveniência da Sefer., à época administradora, custodiante e escrituradora das cotas do fundo. A Cláusula 2.1.1 do Contrato de Compra e Venda, ao prever a transferência das cotas “por meio de operação em mercado de balcão”, é invocada pela acusação para afastar a alegação dos investigados de que se trataria de operação privada, insuscetível de afetar o mercado.

2.1.1 As Cotas Alienadas serão transferidas ao Comprador por meio de operação em mercado de balcão, juntamente com todos os direitos e vantagens inerentes às mesmas, incluindo todos os direitos e vantagens relativos ao período anterior a data de celebração deste Contrato que, por qualquer razão, não tenham sido exercidos e/ou reivindicados e/ou atribuídos à Vendedora e/ou às Cotas Alienadas.

6. Sustenta que o feixe contratual teria disfarçado transferência patrimonial direta da Milo a Pedro. O elemento central do enquadramento é a Cláusula 2.5.2 do Contrato de Opção (1341291), pela qual a opção de compra (*call*), titularizada pela Milo, caducaria automaticamente caso Pedro alienasse as cotas a terceiros o que, para a Acusação, descaracterizaria a tese de mútuo estruturado, por privar o suposto credor da garantia essencial de recomposição patrimonial.

2.5.2. Para fins de esclarecimento, em caso de alienação de parte ou da totalidade das Cotas por Pedro para terceiros através de operação em mercado de balcão, bolsa de valores ou por outra forma, na forma da Cláusula 2.5.1 acima, a Opção de Compra prevista na Cláusula 3 abaixo caducará automaticamente, sendo extinta de pleno direito.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

7. Para a Acusação, a operação de financiamento teria implicado a criação de condições artificiais de preço, mediante ação dolosa, da qual decorreu alteração no fluxo de ordens de compra ou venda das cotas.

8. Fundamenta a conduta como ilícito de mera conduta, que se perfaz com a alteração no fluxo de ordens decorrente de negociação previamente combinada, independentemente da obtenção de lucro ou da ocorrência de prejuízo. Sob essa premissa, sustenta que eventual compensação entre as partes, extraída pela defesa do Compromisso de Ajuste e da alegada restituição dos bens, não teria o condão de afastar a irregularidade, e situa o bem jurídico tutelado não em vítima determinada, mas na integridade do mercado.

9. A Acusação mensurou em, no mínimo, R\$ 9.485.000,69 o benefício econômico transferido pela Milo a Pedro, correspondente à diferença entre o preço de R\$ 7,00 por cota e o valor de R\$ 12,1469 por cota pelo qual a própria Milo adquirira cotas do fundo de Daniel Vorcaro na mesma data (4.4.2019), multiplicada pelas 1.842.857 cotas negociadas. Segundo a Acusação, o benefício teria sido percebido pelo comprador já na aquisição, em razão do deságio de cerca de 50%, e apenas realizado nas alienações subsequentes em mercado secundário (entre junho e setembro de 2019, a preço médio de R\$ 14,69 e rentabilidade aproximada de 119,9%).

10. A peça acusatória registra que, ainda que não tenha verificado contaminação efetiva dos preços, subsistiria o risco ao processo de formação de preço do ativo, decorrente de negociação previamente combinada e desprovida do natural conflito entre oferta e demanda, sem que ocorrência semelhante tenha sido observada no período analisado. Acrescenta que 74,16% do ativo do Brazil Realty estaria alocado em ações de sociedades ligadas ao Grupo Multipar, controlador da Milo, de modo que somente o sigilo da operação sustentaria a tese de que a alienação de quantidade expressiva de cotas a preço cerca de 50% inferior ao praticado na véspera seria incapaz de afetar a formação de preço.

11. A Acusação questiona, ainda, as amortizações apresentadas como pagamentos a Pedro Moll, na condição de credor do alegado mútuo, entre junho de 2019 e maio de 2020, comprovantes que só vieram aos autos em 26.1.2022, com alegações adicionais (1450949, 1450952 e 1450956). Sustenta que (i) as cinco primeiras parcelas, de 25.6 a 25.9.2019, correspondem, na origem, ao fluxo de retorno das próprias cotas alienadas, assim reportadas pelo administrador do Fundo e já capturadas no Relatório de Fiscalização (1226839); (ii) o lançamento de R\$ 6 milhões de 10.3.2020 é depósito efetuado pelo próprio Pedro Moll em conta de sua titularidade (1450952); e (iii) os quatro registros entre 2.4 e 8.5.2020, também no total de R\$ 6 milhões provêm da Entre



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Investimentos (1459370), sociedade vinculada ao grupo controlador da administradora do Fundo (1459371 e 1459374), sem que se tenha informado a que título pagaria dívida alheia. Quanto ao Termo de Encerramento de 17.11.2021, invocado pela Defesa como prova da restituição do excedente, a Acusação pondera que só foi trazido aos autos em 22.11.2021 (1450910), cerca de quatro meses após a intimação pelo Ofício 8/2021, e já no curso da fiscalização; que a memória de cálculo então apresentada se resume a uma única página, que não demonstraria como apurado o montante do ajuste (1450934); e que os comprovantes evidenciariam apenas o resgate das cotas em conta de titularidade do próprio Pedro Moll, não o efetivo ingresso na titularidade da Milo.

12. No exame da alegada estrutura de mútuo, a acusação sustenta que as garantias invocadas não se confirmariam: os imóveis teriam sido adquiridos por escrituras definitivas de compra e venda e não por alienação fiduciária (1341292 e 1341294), e, à exceção de um, não teriam sido sequer registrados pela adquirente GNI11 Empreendimentos Imobiliários S.A., tendo parte deles sido posteriormente negociada com terceiros, circunstâncias que, para a acusação, seriam incompatíveis com a função de garantia.

13. A acusação refutou as manifestações prévias dos investigados, destacando: (i) a ausência de motivação econômica legítima para a alienação das cotas com deságio de cerca de 50%, dada a sua liquidez em bolsa; (ii) o início precoce da alegada excussão das garantias, cerca de três meses após a aquisição (a partir de 25.6.2019) e sem evento de inadimplemento que a justificasse, a quebrar prematuramente a lógica da operação de financiamento; (iii) a precariedade do Compromisso de Ajuste de 31.3.2019 (instrumento particular sem testemunhas, sem registro ou reconhecimento de firmas e sem qualquer referência à operação de 4.4.2019), ressaltando que sua cláusula “g” — que a Acusação transcreve, ao dispor que *“as Partes se comprometem a proceder aos ajustes que se fizerem necessários de forma a refletir o acordo econômico ora estabelecido, qual seja, o retorno para o Sr. Pedro Moll do valor de R\$ 25.000.000,00, acrescido de 1% ao mês”* — asseguraria, em sua leitura, um piso de retorno em favor de Pedro Moll, e não um teto de proteção à Milo, de modo que o mecanismo de ajuste operaria para que o credor não recebesse quantia inferior à contratada, e não para impedir que dela se apropriasse em excesso; e (iv) a circunstância de o ajuste de janeiro de 2022 operar, economicamente, como exercício tardio da opção de venda (*put*), cujo prazo se exaurira em 31.5.2020.

III. DEFESAS

14. As Defesas convergem em três eixos centrais. A Milo deduz, ainda em preliminar, a incompetência da CVM e a inépcia da Acusação (art. 11 da RCV 45), por insuficiente narração dos fatos e ausência de suporte indiciário mínimo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

15. Incompetência. Os Acusados sustentam que a operação foi realizada em ambiente estritamente privado, fora dos sistemas de negociação organizados, escapando à competência sancionatória desta CVM. Aduzem que a caracterização de operação em mercado de balcão não organizado dependeria da intervenção de integrante do sistema de distribuição na qualidade de intermediário (art. 4º da Instrução CVM 461 e art. 15 da Lei 6.385), e que a Índigo teria atuado apenas como custodiante e escrituradora das cotas, limitando-se a operacionalizar a transferência em ambiente escritural, após a negociação direta entre as partes. Invocam a planilha de operações com cotas do Fundo (1341159), na qual a operação figuraria com registro único entre as contrapartes, ao contrário das operações efetivamente intermediadas pela Índigo, ali desdobradas em compra e venda. O Parecer de Otavio Yazbek converge, distinguindo as negociações privadas das realizadas em mercado de balcão não organizado e sustentando que a atuação da Índigo, como custodiante, não teria o condão de retirar da Operação o seu caráter privado.

16. Atipicidade da conduta. Aduzem que os Acusados não criaram condições artificiais de preço, oferta ou demanda. A Operação privada bilateral não teria fluxo de ordens de mercado a ser alterado, nem aptidão para produzir os efeitos típicos descritos no inciso II, alínea “a”, da ICVM 8. Sustentam que o bem jurídico tutelado é de ordem informacional; a higidez do processo público de formação de preços, de sorte que a aptidão lesiva pressuporia que as condições do negócio fossem conhecidas pelo mercado, o que não teria ocorrido, dado o sigilo da operação, de que a própria autarquia somente teve ciência no curso da fiscalização. Qualificam a hipótese como ilícito impossível por absoluta ineficácia do meio, acrescentando a Milo que o próprio Gráfico 2 do Termo de Acusação não revelaria comportamento anômalo na cotação das cotas na B3 e que a configuração do tipo demandaria dolo específico. O Parecer de Otavio Yazbek anota, no mesmo sentido, que, até a edição da RCVM 134, posterior à operação, não incidiam sobre o mercado de balcão não organizado regras de transparência pré e pós-negociação, de modo que negociações naquele ambiente não seriam aptas a servir de parâmetro aos demais participantes.

17. Natureza de Mútuo Estruturado. Sustentam que a Operação configurou mútuo pecuniário oneroso, no valor principal aproximado de R\$ 25,4 milhões, com remuneração de 1% ao mês, instrumentalizado por um conjunto de instrumentos contratuais coligados típicos do mercado de capitais; exercício regular da autonomia privada e da liberdade de contratação, sem qualquer simulação. Valem-se das figuras do negócio indireto e dos contratos coligados sustentar que os negócios diretos, compra e venda das cotas e de imóveis, opções recíprocas de compra e de venda e garantias reais e fidejussórias, produziriam, em conjunto, o efeito econômico do mútuo com garantias, sem que a transferência das cotas ao mutuante fosse definitiva. Afastam a configuração de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

simulação (art. 167 do C.C.) e rebatem as objeções da Acusação quanto à venda de parte das cotas a terceiros, ao Compromisso de Ajuste (1341302), aos pagamentos realizados por terceiros (arts. 304 a 307 do C.C.) e à ausência de registro das escrituras no RGI. Apresentam memória de cálculo: Mútuo R\$ 25,4 milhões; Amortizações R\$ 28,71 milhões; Saldo Final R\$ 2,25 milhões + 291.412 cotas, restituído pelo Termo de Encerramento de 17.11.2021 (1450914).

18. As defesas sustentam, ainda, que: (i) inexistiu vantagem indevida, pois a operação foi integralmente liquidada com a restituição do saldo; e (ii) inexistiu impacto no mercado, dada a ausência de publicidade da operação e a inexistência de reflexo em livro de ofertas ou cotações.

IV. FORMALIDADES

19. Fui designado como Relator em Reunião do Colegiado de 6.3.2026 (2615057; 2614661).

Rio de Janeiro, 08 de setembro de 2026.

João Accioly

Diretor Relator