



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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: Possível criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários.
Relator: Diretor João Accioly

VOTO

I. SÍNTESE INTRODUTÓRIA

1. O caso trata da transferência, em 4.4.2019, de 1.842.857 cotas do Brazil Realty FII (BZLI11) pela Milo a Pedro Moll ao preço unitário de R\$ 7 (1341174). No mesmo dia, a mesma Milo adquirira 1.100.000 cotas BZLI11 a R\$ 12,15 cada (1341173) de Daniel Vorcaro, filho de seu diretor responsável, Henrique Vorcaro (conforme o PAS CVM 19957.007976/2020-94, conexo a este e julgado na mesma sessão, em que Daniel e Henrique são acusados de operação fraudulenta). Em bolsa, no período, as cotas oscilavam entre R\$ 12,00 e R\$ 16,00.

2. A Acusação sustenta que a transferência integrou arcabouço contratual que simularia um financiamento para encobrir transferência de recursos sem fundamentação econômica (*money pass*), de no mínimo R\$ 9,5 milhões, e que, cursada em mercado de balcão não organizado, teria criado condições artificiais de demanda, oferta ou preço da ICVM 8/79 (1619186). As Defesas sustentam que os contratos coligados configuraram mútuo de R\$ 25,4 milhões concedido por Pedro Moll ao Grupo Multipar, do qual as cotas foram garantia; que a operação foi privada, bilateral e escritural; e que, por isso, era incapaz de alterar o fluxo de ordens ou de contaminar a formação de preços em mercado.

II. PRELIMINARES

• *Inépcia do Termo de Acusação*

3. A Milo argui a inépcia da peça acusatória, por insuficiente narração dos fatos e ausência de suporte indiciário mínimo (art. 11 da RCVIM 45). A preliminar não procede. O Termo de Acusação identifica a operação, com data, quantidades, preços e contrapartes, transcreve as cláusulas contratuais em que assenta a imputação, quantifica o benefício que reputa transferido e capitula a infração. Saber se esse acervo basta à condenação é questão de mérito, não pressuposto de validade da peça, e a própria Defesa, ao contraditar ponto a ponto a tese acusatória, confirma que o Termo cumpriu sua função de delimitar a acusação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- **Competência da CVM**

4. Os Acusados sustentam que a operação de 4.4.2019 foi “privada”, no sentido de ter ocorrido fora de ambiente público de negociação e não divulgada aos demais participantes do mercado. A Índigo/Sefer teria atuado apenas como custodiante e escrituradora, e não como intermediário, qualificação que os arts. 15 e 21, § 3º, da Lei 6.385 e o art. 4º da ICVM 461 exigiriam para caracterizar o mercado de balcão não organizado, de modo que o negócio escaparia à competência sancionadora desta Autarquia. Invocam, ainda, a Deliberação CVM 20 e a licitude, em tese, das negociações privadas com valores mobiliários admitidos à negociação (art. 59, I, da ICVM 461).

5. As premissas procedem, mas entendo que delas não decorre a incompetência. As cotas de FII são valores mobiliários sujeitos à Lei 6.385 (art. 3º da Lei 8.668), o Fundo é registrado nesta Autarquia e o papel é admitido à negociação em bolsa.

6. Concorro com a Defesa quando recusa a relevância da previsão contratual de que as cotas seriam negociadas em ambiente público, quando o foram fora dele – vale o que as partes fazem, não o que cogitam ou planejam fazer (donde a irrelevância em âmbito punitivo do ato preparatório, da mera cogitação). Porém, por duas razões penso que isso não afasta a competência da CVM. Uma é que a transferência de 4.4.2019 não foi um ato isolado, mas o ramo de entrada de um negócio único, unido por coligação contratual, cujo ramo de saída era o mercado. Assim, embora o ramo de entrada do negócio acabou não feito pelo mercado, o de saída o foi, pois menos de três meses depois Pedro Moll começou a vender – agora em ambiente público – as cotas BZLI11 em negociações intermediadas pela própria Índigo/Sefer. A unicidade do negócio, como exponho na análise de mérito, é fundamental à demonstração da Defesa de que ele foi regular – seria inconsistente reconhecê-la para afastar sua ilicitude e abstraí-la para dizer a autoridade incompetente para julgar uma de suas partes integrantes.

7. A outra razão é que mesmo um negócio cursado fora de ambiente de negociação pode servir de fonte de informação ou de falsa representação da realidade, por exemplo se uma de suas partes apresentá-lo como parte de um conjunto de negociações a outras, a fim de com ele compor uma falsa representação da realidade e, assim, a prática de alguma modalidade de infração (manipulação, criação de condições artificiais ou operação fraudulenta, tipos com alto grau de sobreposição e redundância¹). Se vier a ser utilizado com esse propósito, deve estar sujeito à competência desta Autarquia, de modo que o ambiente restrito não possa ser terreno imune para a prática de atos voltados à infrações no ambiente público.

¹ Aprofundo essa discussão, tratando de semelhanças e diferenças entre os tipos infracionais da Instrução 8 / Resolução 62 da CVM no artigo “*Manipulação de Preços, Condições Artificiais e Operações Fraudulentas: Redundâncias, Diferenças e Diálogo entre a Esfera Criminal e a Administrativa*”. Em OLIVEIRA, Fabrício de Souza; CAMINHA, Uinie; TOMAZETTE, Marlon (orgs.): *Direito das Empresas e do Mercado – Reflexões em Homenagem à Professora Rachel Sztajn*. Ed. Processo, 1ª Ed., 2026, págs. 473-500.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

8. Como se examina adiante, não é o que se verifica nestes autos. Mas *poderia* ser, e para verificar se é ou não, é preciso examinar o que foi efetivamente feito com a operação. Por isso, entendo se tratar de uma questão de mérito, pelo que voto por rejeitar a preliminar.

- *O tipo imputado e seu alcance*

9. O tipo de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, na definição da ICVM 8 (hoje na Resolução 62), costuma ser segmentado em três elementos: (i) a realização de negociações artificiais; (ii) a provocação direta ou indireta, por meio dessas negociações, de alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários, que entendo ser resultado exigido pelo tipo², embora haja leitura segundo a qual bastaria a intenção de provocá-las; e (iii) o dolo de provocar essas alterações.³ É uma sistematização que este Colegiado vem adotando e de aplicabilidade adequada, conforme já utilizei em diferentes processos.⁴⁻⁵

10. A Defesa demonstrou que a Acusação é infundada. As negociações não foram artificiais, tendo tido fundamento econômico. Não houve alteração no fluxo de ordens. E me parece absolutamente ausente qualquer dolo de alterar esse fluxo no acusado Pedro Moll; na acusada Milo, me parece mais haver uma insuficiência probatória desse dolo, mas uma coisa de cada vez.

- *A alegação de money pass*

11. Um ponto antes dos requisitos do tipo: a narrativa acusatória se apoia na figura do *money pass*, definida na peça acusatória como “*transferência de recursos [...] ilícita porquanto sem fundamentação econômica*” (§ 37). Seja qual for o lugar dessa figura no sistema da ICVM 8 (se é que tem algum, já que “negócio sem fundamentação econômica” certamente nela não está escrito), é certo que tem como traço constitutivo uma transferência de valor de uma parte a outra, sem contrapartida⁶. Esse elemento não está presente na operação dos autos. A estrutura contratual entre as partes revela ida e vinda de recursos e fundamento muito claro para cada movimento de recursos: o mutuante, Moll, adiantou o principal, recebeu garantias ao fazê-lo,

² Idem, ibidem.

³ Na decomposição de Marcelo Cavalli: “a) realização de negociações artificiais; b) que provocam, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários; c) dolo de provocação dessas alterações” (CAVALLI, Marcelo Costenaro. *Manipulação do Mercado de Capitais: fundamentos e limites da repressão penal e administrativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 157).

⁴ PAS CVM 19957.012197/2023-53, de minha relatoria, j. em 5.11.2024; e PAS CVM 19957.008597/2023-64, de minha relatoria, j. em 11.3.2025.

⁵ Apesar de já ter provavelmente dito em algum outro voto que o tipo tem esses três elementos, sem ressalvas, esta é uma afirmação limitada. Em geral, a decomposição nos três elementos tem sido útil. Mas há diversas outras formas de decompor uma definição abstrata de conduta como esta, e que se podem se revelar úteis ou necessárias conforme a nuance dos fatos aos quais ela venha a ser aplicada. Por exemplo, “a realização de operações artificiais” pode ser decomposta em mais partes – houve operações, mas a forma em que ocorreram foi uma *realização*? Houve realização de operações, mas elas foram *artificiais*? No segundo elemento, houve alteração do fluxo de ordens? Se houve, ela foi provocada pelas negociações do primeiro elemento? E daí por diante.

⁶ Mais precisamente, supõe-se que a contrapartida, qualquer que seja, é externa ao negócio cursado no mercado – como um pagamento devido por outra causa que não o negócio de valores mobiliários, usado como transferência de resultado, que as partes por razão qualquer querem ocultar (por exemplo, por questões fiscais).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

recebeu o capital de volta com a remuneração pactuada (em parte vendendo as garantias sob sua posse) e restituiu as garantias remanescentes.

12. O suposto benefício de R\$ 9.485.000,69 que a Acusação entende ter havido em 4.4.2019, consistente na diferença entre o preço atribuído por cota BZLI11 na transferência de Milo a Moll (R\$ 7) e sua cotação na bolsa (R\$ 12), é um equívoco. Como se vê a seguir, a defesa demonstra que essa transferência foi apenas em garantia, como parte do mútuo. Não houve, assim, nem mesmo operação caracterizável como *money pass*, independentemente de que se considere equivalente qualquer *money pass* a uma caracterização da criação de condições artificiais.

- ***A falta de artificialidade: o fundamento econômico da operação***

13. A Acusação sustenta que a transferência de BZLI11 a R\$ 7 careceria de fundamentação econômica e, portanto, seria artificial. Os autos demonstram o contrário. A operação foi estruturada como mútuo, instrumentado por 11 instrumentos coligados, entre eles duas escrituras públicas e uma nota promissória. O desembolso de R\$ 25,4 milhões, que Moll emprestou a Milo, foi contraposto com a entrega de cotas do Brazil Realty FII, por R\$ 12,9 milhões (1341174); imóveis adquiridos pela GNI11, sociedade então detida por Pedro Moll, por R\$ 9,4 milhões; e imóveis adquiridos diretamente por Moll, por R\$ 3,1 milhões, o que soma os mesmos R\$ 25,4 milhões. Supor que o preço de BZLI11 fosse mesmo R\$ 7, seria uma garantia substancialmente inferior ao valor mutuado; muito mais verossímil que Moll tenha aceitado as cotas baseando-se no preço em que eram negociadas na bolsa, de modo que houve apenas um registro escritural de R\$ 7 por cota. Se há algum ilícito nessa declaração, foge à competência da CVM e, dado que não há qualquer alegação de uso desse registro para qualquer finalidade relativa à informação dos participantes do mercado, tampouco há relevância para os bens jurídicos aqui tutelados.

14. Cada bloco de garantia veio acompanhado de opção de venda outorgada ao mutuante pelos valores de entrada, acrescidos de 1% ao mês, e, no bloco das cotas, de opção de compra outorgada à Milo (1341175), equivalente a uma faculdade de pré-pagamento. Venda com direito de recompra é uma forma tradicional de se estruturar um mútuo com garantia. Como a soma dos preços de exercício tendia a superar o valor mutuado, as partes firmaram também o Compromisso de Ajuste, obrigando o credor a devolver o excedente “de forma a refletir o acordo econômico de investimento de R\$ 25 milhões, ajustado por 1%” (1341302). Complementam a estrutura fianças de Henrique Vorcaro, alienação fiduciária de 921.428 cotas adicionais, usufruto de 10% das quotas da Mercatto Incorporações Imobiliárias Ltda., obrigação de constituir alienação fiduciária de cotas do Brazilian Graveyard FII e nota promissória de R\$ 25 milhões.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

15. A execução seguiu o desenho do conjunto de contratos. Entre junho de 2019 e maio de 2020, Pedro Moll recebeu R\$ 28,7 milhões, dos quais R\$ 16,7 milhões pela alienação em bolsa de 1.551.444 cotas BZLI11, imputada à amortização da dívida, e R\$ 12 milhões em pagamentos diretos (§§ 111 e 125 do TA; 1450952). O Termo de Encerramento de 17.11.2021 fixou em R\$ 2,25 milhões o saldo, pago em novembro de 2021, e determinou a restituição do remanescente das garantias: 291.412,5 cotas BZLI11 (1450934) e os imóveis, estes mediante transferência das ações da própria GNI11 (1450914). O quadro final é claramente o de um mútuo: saíram R\$ 25,4 milhões do mutuante, voltaram-lhe cerca de R\$ 30,9 milhões, em período correspondente a 1% ao mês, e os bens que ficaram em sua titularidade retornaram ao mutuário. Não se trata de simples transferência de recursos sem contrapartida.

16. Nesse quadro, os R\$ 7 por cota não são preço de compra e venda artificial a que se deva contrapor a cotação de bolsa. O mutuante aceitou as cotas porque as avaliou pelo valor de mercado, cerca de R\$ 14, como a própria Milo explicou à área técnica ao computar em R\$ 12.899.999,00 o lastro das 921.428 cotas alienadas fiduciariamente (§ 17 do TA), e como a Acusação reconhece ao situar a cotação da época “em torno de R\$ 14,00” (§ 36 do TA). Esse valor, a propósito, era compatível com o que o esquema examinado no PAS conexo do Brazil Realty atribuía às cotas, emitidas em integralizações com ativos superavaliados⁷, de modo que Pedro Moll, ao aceitá-las em garantia por esse valor, teria sido, na prática, uma de suas vítimas – não ficou com o prejuízo, mas a rigor ficou subgarantido enquanto contou com as cotas para assegurar seu recebimento. A aquisição, pela Milo, de cotas idênticas a R\$ 12,1469 no mesmo dia (que adquiriu de Daniel Vorcaro, conforme consta do PAS conexo) demonstra o valor pelo qual o ativo então circulava, e é precisamente por ser aceito por esse valor que ele serviu de garantia aos olhos do credor. A cláusula 2.5.1 do Contrato de Opção FII, que autoriza a alienação das cotas em mercado a preço não inferior à média dos trinta dias anteriores, e a cláusula 2.5.2, que extingue a opção de compra com a venda, são o mecanismo de excussão da garantia, com o produto imputado à amortização, e foi assim que operaram.

17. Não basta um registro incorreto de um preço para que haja *artificialidade* no contexto de infrações que visam a enganar outros participantes do mercado. Poderia se cogitar de algo parecido se a cotação de R\$ 7 tivesse sido usada para convencer alguém a vender o mesmo ativo a preço inferior, ou artifício semelhante. Mas nada assim chega a ser cogitado pela Acusação.

- ***Alteração no fluxo de ordens***

18. Tampouco há qualquer alteração no fluxo de ordens – e com os fatos narrados, nem poderia haver, como bem mostra a defesa de Moll. O próprio negócio realizado pelo agente não pode constituir a alteração do fluxo de ordens exigida pelo tipo, pois, do contrário, toda

⁷ PAS CVM 19957.007976/2020-94, julgado nesta mesma sessão, em que se reconheceram integralizações de cotas BZLI11 com ativos superavaliados, entre elas a da própria Milo, em 31.10.2018,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

negociação intencional seria ilícita, já que toda negociação altera o fluxo que sem ela haveria.⁸ Nos precedentes em que o elemento se teve por presente, a alteração foi aferida em ordens de terceiros, participantes que deixaram de concluir negócios que concluiriam, preços e quantidades deslocados. No PAS CVM RJ2016/5348, os *day trades* condenados cursaram em bolsa, com ordens reais em intervalos de segundos e até 93,7% do volume, e o voto de relatoria reconheceu que as operações “eram aptas a alterar e tiveram impacto efetivo no fluxo de ordens”.⁹ No PAS CVM 19957.018237/2024-51, os negócios diretos comandados às mesas das corretoras, em balcão organizado, chegaram a mais de 99% do volume diário, e o elemento foi tido por incontroverso pela “discrepância entre o volume negociado pelos acusados em relação ao volume total operado em mercado”.¹⁰

19. Nada parecido há nestes autos. A Acusação oferece a média ponderada das transferências escrituradas, que em 4.4.2019 cai a R\$ 8,92 (Gráfico 1 e Quadro 2 do TA), mas essa média inclui a própria operação e mede, portanto, a operação refletida na estatística de que passou a fazer parte, não efeito sobre terceiros. O Gráfico 2 do TA, montado sobre as negociações em bolsa, segue regular na faixa de R\$ 12,00 a R\$ 16,00, sem um único registro fora dela. A própria Acusação reconhece que “não se observou uma contaminação dos preços” (§ 92), que “nenhuma ocorrência semelhante foi observada ao longo de todo o período analisado” (§ 93) e que “não se observou evidências de contaminação dos preços” (§ 176), e sustenta, em lugar do resultado, o “risco” ao processo de formação de preço. Risco, porém, não é o que a norma descreve: a alínea “a” fala em condições criadas “em decorrência de negociações” que “provocarem” alterações, vocabulário de resultado, não de meio ou risco. Não socorre a Acusação qualificar o ilícito como de mera conduta. Para começar, ela quer dizer ilícito formal (*de mera conduta* é o ilícito que nem pressupõe resultado; *formal* é o que prevê um resultado como pretendido mas não o requer efetivamente materializado no mundo externo). Abstraindo a imprecisão conceitual, dispensar a ocorrência do resultado depende de falsear as palavras da norma. O advérbio “indiretamente” dispensa que a negociação artificial toque, ela própria, o ambiente de negociação. Não dispensa que algum efeito se identifique em ordens de compra ou venda – ao menos isso é o que o texto diz ao usar a noção de *provocar alteração* (e não apenas de *pretender alterar*). Nenhum efeito foi apontado, e o ônus era da Acusação. As vendas posteriores de Pedro Moll, por fim, foram negociações reais, cursadas em bolsa a preços nunca inferiores a R\$ 14,00 (§ 36 do TA): não alteraram o fluxo, apenas o constituíram.

⁸ PAS CVM 19957.012197/2023-53, de minha relatoria, j. em 5.11.2024, § 44 (“O próprio negócio realizado por alguém não pode constituir a ‘alteração do fluxo de ordens’ para caracterizar o tipo da criação de condições artificiais”); no mesmo sentido, PAS CVM 19957.008597/2023-64, de minha relatoria, j. em 11.3.2025, §§ 5-6, em que a alteração se aferiu nos negócios que terceiros deixaram de concluir.

⁹ PAS CVM RJ2016/5348, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 17.4.2018, voto, § 11.

¹⁰ PAS CVM 19957.018237/2024-51, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 27.5.2025, voto, §§ 19-20 e 25-28.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- ***Ausência de dolo***

20. Pelas características da operação que a Defesa demonstra, fica evidente a ausência, na conduta de Pedro Moll, de qualquer intenção de criar um cenário de falsa representação da realidade para induzir negócios alheios baseados em condições simuladas na própria operação. O que nos autos a meu ver melhor simboliza e representa essa ausência é a argumentação das eruditas peças de defesa de Pitta, Salles e Trindade e do parecer de Yazbek referente à ideia de ilícito impossível: não se pune a tentativa quando é impossível a consumação, porque o meio ou objeto são absolutamente incapazes de gerar o resultado (CP, art. 17). Em suma, ainda que se entenda que os acusados queriam alterar o fluxo de ordens com a operação, o que fizeram jamais poderia levar a esse estado de coisas e a conduta seria atípica.

21. Embora a figura pressuponha o dolo, é tão obviamente impossível levar terceiros a negociar em condições diversas da que fariam com o mero registro escritural e não divulgado de uma transferência de cotas a um suposto preço inferior ao de mercado, que não me é crível supor que agentes versados no mercado usassem esse expediente como tentativa de alterar o fluxo normal de ordens alheias. O crime impossível pressupõe erro na mente do agente: ele está convicto de estar usando meio apto a atingir o resultado. Daí os exemplos acadêmicos como o açúcar que o agente serve à vítima porque o crê veneno, do cadáver em que atira porque o enxerga vivo etc. Mas aqui é como se falássemos de um perito em armamentos que calma e refletidamente puxa o gatilho de um revólver sem balas no tambor apontado para alguém: tão improvável seu erro quanto ao objeto que o que se conclui é que não poderia ter a intenção de ferir a suposta vítima. A impossibilidade do meio, somada à improbabilidade do erro, força a conclusão de ausência de dolo.

22. Transações a preço muito fora do de mercado, como uma transferência de ativo a metade do preço, podem até servir de instrumento para alterar o fluxo ordinário de ordens de outros participantes, assim como música ruim reproduzida de madrugada com o volume no 10 pode perturbar o sono e a paz dos vizinhos. Mas se realizadas fora do ambiente público de negociação e mantidas entre as partes, é como se o amplificador, ainda que na potência máxima, estivesse ligado não aos alto-falantes, mas só a fones de ouvido, o que pode ser atribuído a mau gosto, descaso com os próprios tímpanos ou ambos, mas não a intenção de alterar a conduta alheia – assim como algo de impróprio pode ter havido no registro da operação com BLZI11 a R\$ 7, mas nada que pudesse afetar os “vizinhos” no mercado, e essa impossibilidade é tão evidente que dela se infere a ausência de intenção, pela inverossimilhança de que o agente tivesse errado quanto ao meio.

23. Resta conciliar a avaliação da conduta da Milo nas operações destes autos com o que nesta mesma sessão se decide a respeito da atuação de tal empresa, por meio de seus decisores e em conluio com outras, em operações no mercado secundário de BZLI11 com o intuito – e o resultado – de levar terceiros a negociar com base nessas operações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

24. A conciliação me parece residir na insuficiência de provas de que a Milo tenha efetivamente utilizado a operação *destes autos* – especificamente a parte da transferência por preço unitário de R\$ 7 – como parte do cenário artificial que no processo conexo o Colegiado considerou ter sido construído pela própria Milo e outros acusados como artifício para que investidores adquirissem as cotas BZLI11. O que compôs aquele cenário foram as transações a preços superiores, que faziam os investidores de mercado crerem na superavaliação dos ativos ou supostos ativos do patrimônio do Brazil Realty, não esta a preço unitário inferior. Ademais, naquilo que o restante do conjunto de negócios tratado nestes autos possa ter sido utilizado pela Milo como parte desse artifício, já foi determinante para sua punição no mesmo julgamento e não caberia mais de uma pena por um mesmo ato por lesão ao mesmo bem jurídico.

III. CONCLUSÃO

25. Voto pela rejeição das preliminares e, no mérito, pela absolvição de Milo Investimentos S.A. e de Pedro Junqueira Moll.

Rio de Janeiro, 8 de setembro de 2026

João Accioly

Diretor