



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.007976/2020-94

Reg. Col. 2655/22

Acusados: Sefer Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. - Em Liquidação Extrajudicial, Benjamim Botelho de Almeida, Elisangela Katia Capassi, David João Abdala Júnior, Aluizio Honório Moizinho Junior, Banco Master S/A - Em Liquidação Extrajudicial, Daniel Bueno Vorcaro, Talent Construções S.A., Pedro Henrique Barbosa da Cruz, Espaço Engenharia e Construção S.A., Túlio Carneiro Rocha, Milo Investimentos S.A., Henrique Moura Vorcaro, Viking Participações Ltda., MGI Desenvolvimento Imobiliário SPE S.A., Felipe Cançado Vorcaro, Entre Investimentos e Participações Ltda., Antônio Carlos Freixo Júnior e Jaguar Investments Horizon LLC - Foco DTVM Ltda.

Assuntos: Possíveis práticas de operação fraudulenta na emissão e distribuição de cotas do Brazil Realty FII, violações de deveres fiduciários e informacionais e embaraço à fiscalização.

Relator: Diretor João Accioly

VOTO

I. SÍNTESE-INTRODUTÓRIA

1. Para a Acusação, um grupo de pessoas e empresas ligadas entre si inflou artificialmente o valor de bens, colocou esses bens dentro do fundo imobiliário Brazil Realty e depois vendeu as cotas do fundo a investidores de mercado. O ganho seria a diferença entre o preço artificial e o valor real. Estão acusadas de operação fraudulenta, em ordem alfabética, as pessoas Antônio Freixo, Benjamim Botelho, Daniel Vorcaro, Felipe Vorcaro, Henrique Vorcaro, Pedro Barbosa e Túlio Carneiro, e as empresas Banco Master, Entre, Espaço, Jaguar, MGI, Milo, Sefer/Índigo, Talent e Viking.

2. O esquema teria ocorrido na terceira emissão de cotas do fundo, as BZLI11, feita entre outubro de 2018 e março de 2020. A Sefer/Índigo era a administradora do fundo e a coordenadora da oferta. Quase toda a captação dessa emissão não entrou como dinheiro. Três empresas, Espaço, Talent e Milo, pagaram suas cotas com bens – ou supostos bens. A Espaço entregou 50 lotes em Nova Lima/MG, que a Acusação afirma que nem pertenciam à Espaço. A Talent entregou ações de uma empresa cujo suposto valor vinha de um imóvel avaliado por um laudo falsificado. A Milo entregou quotas de outra empresa cujo valor vinha de um terreno em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Contagem/MG – que a Acusação também diz não ser de quem dizia ser dono. Só o Banco Master pagou em dinheiro.

3. O ponto central, segundo a Acusação, é que os bens não foram avaliados como deveriam (alguns por laudos falsos) e parte deles nem mesmo foi para o patrimônio do fundo. Como o preço das BZLI11 foi calculado em cima desses bens, ele ficou artificialmente inflado.

4. Depois disso vieram as negociações. Ainda segundo a Acusação, empresas do próprio grupo passaram a comprar e vender BZLI11 entre si. A Sefer/Índigo e a Entre compraram as cotas que Espaço e Talent venderam. A Viking comprou as cotas que a Milo vendeu. O Banco Master, Daniel Vorcaro e Jaguar também negociaram no período. Para a Acusação, essas operações serviram para dar a impressão de que a cota tinha mercado e de que o preço havia sido formado de forma independente.

5. No final, as cotas chegaram a investidores de fora, que pagaram por um patrimônio que valia muito menos do que lhes foi mostrado. Quem montou o esquema teria embolsado milhões de reais, e quem comprou ficou com o prejuízo. É isso que a Acusação chama de operação fraudulenta: os laudos, a entrada dos bens por preço inflado (ou incorrida) e as negociações entre as empresas do grupo seriam partes de um mesmo plano, feito para enganar o investidor de mercado

6. As Defesas sustentam que os laudos são regulares, que os bens valem o que disseram que valiam, que as negociações ocorreram a preços de mercado e por razão comercial própria, e que a Acusação não individualizou a conduta de cada acusado, nem demonstrou o ardid, a indução de terceiros a erro e a finalidade de vantagem ilícita que o tipo exige.

II. PRELIMINARES

• *Inépcia do Termo de Acusação*

7. A defesa conjunta de Sefer/Índigo, Benjamin Botelho e Jaguar sustenta a inépcia do TA por não indicar, com a precisão exigida pelo art. 6º, II, da então vigente ICVM 607, as características que tornariam os atos ilícitos, seus autores, as vantagens auferidas, os artifícios utilizados, o dolo, as vítimas pretendidas e o dano provocado.

8. A preliminar não procede. O Termo de Acusação descreve com suficiência o *modus operandi* imputado, identifica os núcleos envolvidos, especifica integralizações primárias e operações secundárias, valores, datas, contrapartes, laudos contestados e os ganhos atribuídos a cada acusado. Eventual divergência é matéria de mérito e como tal será tratada nos tópicos próprios. A Defesa, aliás, exerceu amplamente o contraditório, articulando teses fáticas e jurídicas para cada núcleo, corroborando que o TA cumpriu sua função de delimitar a acusação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- ***Uso de Processos Encerrados por Termo de Compromisso***

9. Defesas dos blocos Sefer/Benjamim/Jaguar; Banco Master/Daniel/Viking e Milo/Henrique/MGI/Felipe impugnaram a referência, na peça acusatória, a processos encerrados por termo de compromisso (19957.009798/2019-01) ou arquivados (19957.005454/2017-52), por suposta violação ao art. 11, §6º, da Lei 6.385 e ao art. 81 da ICVM 607.

10. A celebração de termo de compromisso não implica reconhecimento de culpa ou confissão da matéria de fato. Fora desse alcance específico, contudo, nada impede a citação contextual de fatos objeto de processos resolvidos por solução consensual que não tenham sido contestados pelos compromitentes. Tais menções não anulam o processo, devendo-se no julgamento apenas não considerar a solução consensual como determinante do juízo de reprovabilidade.

- ***Ilegitimidade Ativa da CVM e Passiva dos Acusados***

11. Diversos acusados alegam ilegitimidade passiva por não constarem das categorias mencionadas no art. 9º da Lei 6.385 como entidades sujeitas à fiscalização da CVM. A operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários alcança os *demaís participantes do mercado*, expressão em que se enquadram quaisquer pessoas que se utilizem do mercado de valores mobiliários para a prática do ilícito. Afastar a competência sancionadora da CVM nesses casos seria criar espaço de imunidade administrativa para quem usasse o mercado apenas para cometer fraude. A leitura da norma comporta esse alcance sem qualquer ampliação semântica, inadmissível em contexto punitivo. O texto refere-se ao ato de participar do mercado, sem qualificadoras como “regularmente” ou “mediante registro”¹. É verdade que Talent e Pedro Barbosa são subscritores e representante de companhia fechada, e não intermediários financeiros, mas essa circunstância a meu ver não afasta a competência sancionadora. Por utilizarem o mercado de valores mobiliários como veículo da conduta imputada, integraram-se ao seu funcionamento sob o ângulo objetivo, sujeitando-se à apuração administrativa pelas práticas que ali tenham realizado.

12. Túlio sustenta ilegitimidade passiva por haver cedido, em 14.11.2017, suas ações da Espaço à Mercatto Incorporações Imobiliárias Ltda., conservando, a partir daí, somente cargo formal. Notificou, ademais, o suposto avaliador ao receber o Ofício 207 (1038797).

13. Ilegitimidade analisa-se em abstrato. Tomada por verdadeira a tese acusatória, Túlio, na qualidade de representante legal formal da Espaço, teria legitimidade para responder. A questão por ele suscitada, a meu ver, trata da correção das alegações em que a Acusação se baseia, sendo, portanto, de mérito.

¹ Nesse sentido, o Colegiado decidiu no PAS 19957.008718/2020-25, de minha relatoria, j. em 19.8.2025.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- ***Cerceamento de Defesa***

14. Espaço e Talent suscitam cerceamento de defesa pela ausência de manifestação prévia à formulação do Termo de Acusação (art. 5º da então ICVM 607). A regra invocada não exige manifestação prévia em todos os casos, mas que haja esforços de obtê-la ou oportunidade dos acusados para apresentá-la, o que ocorreu nos autos já que há ofícios de intimação para apresentação de documentos e esclarecimentos durante a fase pré-sancionadora (documentos 1050763, 1038797, 1053363, 1051220, 1072031, 1164358, entre outros). Não houve, assim, supressão desse requisito objetivo previsto no regramento processual.

15. Entre e Antônio Freixo alegam cerceamento de defesa por não terem tido acesso ao processo de origem desta apuração (Processo 19957.007107/2019-26)², feito em que não figuram como acusados e de que não foram notificados. Sustentam, por isso, que as imputações se assentariam em fatos e documentos que não lhes foi dado conhecer nem confrontar, em ofensa ao contraditório e à ampla defesa.

16. A premissa de que partem os defendentes é correta: a prova emprestada e a remissão a conclusões de outro feito só podem fundamentar condenação quando trasladadas a estes autos e submetidas ao contraditório, não bastando mera invocação de algo que se teria apurado noutro processo. Aqui, porém, não entendo haver a nulidade: a peça acusatória não se vale de qualquer referência ao processo de origem que não esteja reproduzida nestes autos. Ela se assenta em elementos próprios destes autos, tais como: o mapa das negociações fornecido pela própria Sefer (1138408), que registra as 177 operações da Entre no balcão não organizado; a resposta da própria Entre ao Ofício 237 (1138411), em que diz ter atuado para gerar liquidez aos investidores; e a cadeia de controle societário documentada via SERPRO (1571239). Suprimida a remissão aos demais processos, a imputação permanece íntegra; não há, pois, o prejuízo de que depende a nulidade pretendida, pelo que rejeito a preliminar.

- ***Ausência de Provas e Individualização das Condutas***

17. Entre e Antônio Freixo deduzem, em preliminar, a ausência de provas e a falta de individualização das condutas, daí pretendendo a nulidade. A primeira alegação, na parte em que se ampara no uso de prova não trasladada do processo de origem, creio ter resolvido no tópico do cerceamento; e, na parte em que afirma a insuficiência das provas para condenar, não se trata de requisito formal, mas da aptidão dos elementos probatórios para demonstrar a ocorrência dos fatos, que é mérito. Inexistência e insuficiência não são a mesma coisa: uma absoluta inexistência de elemento supostamente demonstrativo do fato, embora improvável, em tese poderia levar a uma nulidade; sua eventual incapacidade de demonstrar o fato alegado, por outro lado, é questão de mérito.

² Grafia da defesa de Antônio Freixo. O processo de origem é o nº 19957.007107/2019-26.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

18. A falta de individualização, por sua vez, pode ser separada em dois planos. Como requisito objetivo e formal do Termo de Acusação (art. 6º, II, da então ICVM 607, atual RCVM 45), a individualização da conduta é pressuposto de validade da peça. Sob esse ângulo, o Termo não é inepto, pois: nomeia e qualifica os acusados, capitula a infração e descreve atos que cada acusado teria praticado. Coisa distinta é saber se, quanto a cada acusado, essa imputação vem acompanhada da prova e da demonstração da presença dos requisitos da infração, o que já se torna questão de mérito e não vício de forma. Portanto, rejeito a preliminar.

- ***Falta de Capacidade Sancionadora para Embaraço à Fiscalização***

19. A alegação não procede. A competência da CVM para apurar e sancionar embaraço à fiscalização decorre diretamente do art. 9º, II e §2º, da Lei 6.385, e dos seus regulamentos próprios, notadamente o inciso VII do Grupo III do Anexo 63 da ICVM 607, atualmente refletido no art. 1º e parágrafo único do Anexo B da RCVM 45. Rejeito a preliminar.

- ***Prescrição Intercorrente***

20. Afasto a prescrição intercorrente suscitada por Sefer/Índigo, Jaguar e Benjamim.

21. A premissa de que somente os atos listados no art. 2º da Lei nº 9.873 interrompem a prescrição intercorrente é correta. O “despacho” referido no art. 1º, §1º, não é qualquer um, mas apenas o ato apuratório do inciso II do art. 2º.

22. Alegam os Defendentes que desde sua intimação para se manifestarem sobre a manifestação técnica complementar da superintendência, em 22.11.2022, só teriam transcorrido despachos de mero expediente; e que as propostas de termo de compromisso dos demais acusados não interromperiam a prescrição. Não vejo razão aqui.

23. Após a intimação de 22.11.2022, e já pendentes as propostas de termo de compromisso, seguiram-se a deliberação do Colegiado de 20.12.2022, que afastou o óbice da PFE mas rejeitou as propostas (1718707), a reapresentação de propostas majoradas pelos acusados, a abertura de negociação pelo Comitê em 6.6.2023, o parecer pela rejeição de 7.11.2023 (1914044), a deliberação do Colegiado de 3.9.2024, que devolveu a matéria ao Comitê, os novos valores propostos em 5.11.2024 e acatados pelos acusados, o Parecer CTC de 17.12.2024 pela aceitação (2365572) e, enfim, a rejeição pelo Colegiado em 2.12.2025.

24. Tenho que a tentativa de solução conciliatória do art. 2º, IV, interrompe o prazo para todos os acusados. Trata-se de uma questão interpretativa contra a qual há argumentos plausíveis em sentido contrário, mas o dispositivo nada diz sobre alcance subjetivo, e das quatro hipóteses do art. 2º somente a do inciso I é individualizada por referência ao acusado (citação ou notificação); as demais, como a apuração do fato e o julgamento, são por natureza gerais. Também não socorre os Defendentes a interrupção do prazo prescricional em eventual rejeição das propostas: a lei fala em tentativa de solução conciliatória, e não em sua obtenção.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III. MÉRITO

III.I. O esquema fraudulento

25. A Acusação descreve uma operação articulada em três partes, descrita no Relatório e de que apresento a seguir breve resumo.

26. **Primeira.** O Brazil Realty FII captou R\$ 139,1 milhões em sua terceira emissão de cotas BZLI11, encerrada em 31.3.2020. Desses, R\$109 milhões subscritos por Talent, Espaço e Milo, integralizados com ativos acompanhados de laudos de avaliação que a Acusação diz falsos, e R\$ 16,8 milhões por Banco Master, integralizados em dinheiro, porém a menor em R\$ 1 milhão, relativos a duas supostas transferências não comprovadas, de R\$ 500 mil cada.

27. **Segunda.** As cotas foram negociadas, por duas vias: numa, Talent e Espaço venderam para Sefer e Entre Investimentos, ambas controladas pela FG Participações; noutra, a Milo vendeu preponderantemente as cotas para a Viking, que era dirigida por parte relacionada aos responsáveis pela Milo e pela MG I e igualmente vinculada ao Banco Master.

28. **Terceira.** As cotas BZLI11 foram repassadas a investidores finais, majoritariamente fundos de investimento detidos por entidades de previdência complementar. É nessa etapa que se apuraria a vantagem indevida na tese acusatória: Banco Master, Viking e Jaguar encerraram o período com resultado positivo e os adquirentes não relacionados teriam sofrido perdas – compraram cotas de um fundo imobiliário cujo ativo estava fraudulentamente majorado.

- ***A modelagem da emissão e o ardil concebido***

29. A todo esse exame da execução soma-se o da concepção: o ardil é identificável pela modelagem da emissão das cotas, e não apenas a partir de cada operação isolada. A emissão foi estruturada com integralização majoritária em ativos (78% do volume captado) de valor inflado por laudos falsos, subscritores ligados à administradora do fundo por vínculo de controle ou de parentesco, e provimento de liquidez secundária por contrapartes do mesmo perímetro de controle. Trata-se de desenho que, na origem, já carregava a função de transferir riqueza dos cotistas finais aos arquitetos da fraude.

III.II. Análise das imputações a cada acusado

III.II.I. Estrutura do texto:

30. A seguir, a estrutura do texto é organizada tratando de diferentes núcleos de acusados encaixados, em sua maioria, conforme a participação de cada um nas três etapas do esquema. As exceções são para Banco Master, Daniel Vorcaro, Milo, Benjamim Botelho, e Sefer, que atuam em mais de uma etapa. Todos os acusados têm a prática de operação fraudulenta imputada, mas há outras acusações para alguns deles, que são tratadas após o respectivo trecho que examina a ocorrência da fraude em cada núcleo de acusados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III.II.II. Núcleo Espaço Engenharia e Construção S.A. e Túlio Carneiro Rocha

- **Operação fraudulenta**

31. Começo pela Espaço, cuja situação nos autos, quanto à operação fraudulenta, difere das dos demais subscritores acusados, embora sem alteração na conclusão, que adianto ser, em minha visão, a da caracterização da infração. A empresa subscreveu 845.256,79 cotas BZLI11 por R\$10,4 milhões. A integralização se deu, supostamente, com 50 imóveis em Nova Lima - MG, cada um avaliado em R\$ 207.543,00 por laudo de engenheiro com valor médio de R\$ 256,22/m² obtido de amostra de quatro imóveis extraída do site Viva Real. A Acusação refez a avaliação e encontrou R\$ 160,55 por metro quadrado, do que resultaria uma avaliação dos 50 imóveis em R\$ 6.502.275,00, ou 63% do valor atribuído pelo laudo³. Mais significativo que a divergência quanto ao valor, porém, é que a Acusação **não reconhece sequer a titularidade dos imóveis em nome da Espaço, e menos ainda a efetiva transferência para o Fundo Imobiliário**. Nesse sentido, aponta que as matrículas não continham averbação de restrições, que a administradora do fundo não apresentou ata de assembleia deliberando sobre a integralização. Em cinco meses a Espaço zerou a posição em quatro operações, com lucro de R\$ 1,3 milhões⁴, apurado sobre o valor da integralização, ou seja, valorização de cerca de 12,5%.

32. De início, reitero o papel da CVM na análise de laudos de avaliação e faço menção à manifestação da SRE acompanhada de forma unânime pelo Colegiado em 16.1.2024:

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

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

33. Assim, alinho-me ao entendimento já consolidado no Colegiado⁵, de que, fora erros materiais, ou indícios fortes de ilícitos, a CVM não pode questionar escolhas profissionais do

³ A SRE acessou o mesmo site utilizado pelo laudo, filtrando os resultados por localização e por tipo de imóvel (lote/terreno). A busca retornou 25 anúncios, dos quais foram utilizados os oito primeiros da página cuja média foi de R\$ 160,55/m². Aplicando-se a esse resultado a mesma fórmula do laudo, chegou ao valor de R\$ 6.502.275,00, ante os R\$ 10.377.150,00 obtidos no laudo a partir de média de R\$ 256,22/m².

⁴ Uso propositalmente o plural quando o número é superior à unidade.

⁵ PAS CVM nº 19957.006657/2020-61, Rel. João Pedro Nascimento: “112. A menos que sejam constatados erros técnicos ou materiais, ou indícios fortes da ocorrência de ilícitos, a CVM não deve intervir na escolha da metodologia, das premissas e dos critérios utilizados na elaboração de determinado laudo de avaliação.”

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

PAS CVM nº 19957.005532/2021-03, de minha relatoria, j. em 13.8.2024: “19. E fico deliberadamente nessa análise superficial, pois não é nem deve ser competência da regulação de mercado de capitais a avaliação do mérito sobre a escolha dos critérios



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

laudo de avaliação. Apenas informações falsas deliberadamente utilizadas para enganar podem ser tratadas como elemento constitutivo de fraude.

34. À luz desse critério, não vejo como sustentar, com a clareza necessária para a configuração de um ilícito, que o laudo elaborado pela RJD Consultoria seja decorrente de um dolo de representar falsamente a realidade. O que a peça acusatória demonstra é uma divergência de método, não uma falsidade. As quatro amostras existiam: o avaliador indicou os códigos dos anúncios à época e, quando instado na apuração dos fatos pela SRE, forneceu os códigos e valores atualizados de três delas, que puderam ser conferidos. Não se apontou anúncio inventado, área alterada, preço adulterado ou imóvel inexistente. O questionamento da Acusação recai sobre a suficiência da amostra, a ausência de homogeneização e a escolha dos comparativos - todos juízos técnicos do avaliador, e não fatos. São críticas muito apropriadas à qualidade da metodologia. Porém, críticas semelhantes também se aplicam ao contraponto que a Acusação faz do laudo: por sua própria descrição, baseou-se em “uma rápida pesquisa” realizada em julho de 2020, que considerou os oito primeiros de 25 anúncios, sem critério de seleção relativa a algo voltado a uma maior precisão – como semelhança aos imóveis com que se queria comparar. Nem aleatória se pode dizer a seleção dos primeiros, já que é comum que sites de classificados exibam primeiro os anúncios de assinantes que pagam mais. “Rápida pesquisa” também fez ao redigir este parágrafo e o próprio site usado pelo laudo e pela Acusação informa que a posição no ranking é, em parte, um benefício comercial vendido aos anunciantes⁶. Não há indicação das áreas, das características ou da situação registral dos imóveis comparados, não há justificativa para ausência de ajuste para eventuais variações dos preços em função de um fator qualquer (a pandemia, por exemplo), e daí por diante.

35. Não me soa coerente reprovar num laudo a amostra reduzida e a média aritmética simples e, em seguida, opor-lhe amostra igualmente reduzida, também tratada por média aritmética simples. Laudo impreciso com avaliação malfeita e laudo feito com intenção fraudulenta são coisas muito distintas. A própria crítica da Acusação é um exemplo. De um lado, ela merece a ressalva de evidência de inteira honestidade intelectual, já que um dos oito anúncios puxa a média para cima em mais de 20%, ou seja, teria sido fácil fortalecer o argumento da acusação excluindo o *outlier* da amostra. Por outro, evidencia sua fragilidade metodológica. Uma amostra em que a supressão de um único elemento move o resultado em mais de 20% não tem estabilidade suficiente para servir de padrão de aferição de falsidade de outro laudo. Na mesma amostra, se fossem usados apenas quatro anúncios (como no laudo), escolhidos sequencialmente a partir do quarto, o valor do m² seria de R\$ 223,10, 87% do valor da avaliação usada pela Espaço.

de uma avaliação de apreçamento de ativos, salvo no que se refere a informações objetivamente falsas (seja casos de fraude, seja de constatação de falsidade das premissas fáticas das demonstrações financeiras), do que não se trata nestes autos.”

⁶ O endereço eletrônico é anuncie.vivareal.com.br/planos-profissionais/.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

36. Foi essa a linha que o Colegiado seguiu quando relatei o PAS CVM nº 19957.007626/2019-94⁷: ali também se cuidava de laudo que servira de base a valores inflados, e ali reconheci a fraude - não por considerar a metodologia ruim (e aqui concordo que ela seja), mas porque o laudo projetava para um imóvel receita líquida quase 150 vezes maior que o valor efetivamente contratado para sua cessão, em contratos firmados por quem alimentou o avaliador com as informações. Falsidade objetiva, documentada, contemporânea e imputável a pessoa determinada. Nada equivalente se apurou aqui: não há prova de que a subscritora tenha prestado informação falsa ao avaliador, direcionado a seleção das amostras ou sequer conhecido o método empregado - a própria RJD relatou que o contato se deu por telefone e que as informações se limitaram à identificação dos lotes a avaliar.

37. A defesa também invoca a dispensa de laudo (art. 55, IV, da ICVM 472), problemas fundiários na localidade que impediam a averbação das matrículas e a presença dos imóveis nas notas explicativas das demonstrações financeiras do Fundo. A dispensa é da obrigatoriedade de usar laudo, não de que ele seja verdadeiro se for usado, pelo que o argumento é improcedente. Da mesma forma, a presença dos imóveis nas demonstrações financeiras é indiferente para a verificação da fraude: sem dolo de falsificar seu valor, é transparência financeira; com o dolo, seria mais um veículo de levar informação falsa a seu destinatário. Já os problemas fundiários a defesa tem razão em apontar como razão para não ter feito a averbação, e os demonstrou com provas consistentes (inclusive um TAC envolvendo a Prefeitura de Nova Lima e MPMG).

38. A tese acusatória se mostra acertada, porém, ao refutar que teria havido a transferência. O problema não é uma transferência economicamente tangível, de posse ou direitos sobre o imóvel, da qual falta apenas o registro. É mais que isso: a Espaço não conseguiu sequer demonstrar que detinha direitos sobre os imóveis que não conseguia levar a registro. Foi uma integralização, na prática, sem contrapartida, alegação que a Acusação fundamenta com indício forte e que a Acusada poderia ter afastado com tentativas de registro (e não apenas com a circunstância de que certas áreas de Nova Lima tinham problemas fundiários) ou, principalmente, prova de direitos sobre os imóveis, ainda que não o direito de propriedade regularmente constituído pela efetivação do registro.

39. Concluo, assim, que, embora a divergência metodológica quanto ao laudo da RJD Consultoria não seja suficiente para constatar um ardil com o dolo de enganar e obter vantagem indevida, a ausência de efetiva contrapartida, afirmando ser titular de bem que a Acusação mostrou não ser, materializa a fraude. A imputação a Tulio Carneiro se baseia não apenas em ser ele o representante da Espaço, pois a Acusação lhe atribui a assinatura dos boletins de subscrição, suficiente para preencher o requisito formal de individualização de conduta e

⁷ PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, de minha relatoria, j. 3.12.2024.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

demonstrar, no mérito, sua participação na estruturação da operação, pois ali já se indicava que a integralização se daria com os supostos bens.

40. Voto, portanto, pela condenação da Espaço Engenharia e Construção S.A. e Túlio Carneiro Rocha pela prática de operação fraudulenta.

- ***Embaraço à fiscalização***

41. A Acusação imputa embaraço à fiscalização à Espaço e Tulio Carneiro, por não terem respondido a ofícios mesmo depois de pedir dilação de prazo e tê-la concedida. O tipo, em linha já assentada por este Colegiado⁸, exige cumulativamente atuação fiscalizatória concreta — requisição de informações ou documentos existentes e ao alcance do particular — e dolo de obstar ou dificultar a supervisão, por ação ou omissão.

42. A Espaço foi intimada pelo Ofício 207/2020/CVM/SRE/GER-3 (1038797), de 22.6.2020; requereu dilação (1049944), deferida até 22.7.2020 (1079403); e silenciou. A invocação do contexto de empresa familiar e da pandemia não afasta o dever de resposta, sob pena de converter adversidades conjunturais em álibi permanente para o descumprimento.

43. Quanto a Túlio, imputado como responsável legal da Espaço, a conduta documentada — invocada pela própria defesa como prova de boa-fé — não me parece afastar a infração. Recebido o Ofício 207, Túlio já dispunha, desde 3.7.2020, da “Resposta aos Questionamentos da CVM” elaborada pela RJD (1048931), documento de resposta à requisição da autarquia: a informação existia e estava ao seu alcance. Em vez de apresentá-la no prazo que ele mesmo requereu e obteve, Túlio, no mesmo 7.7.2020 em que deferida a dilação, subscreveu notificação extrajudicial ao avaliador, instando-o a retratar-se ao cabo de nove quesitos (Anexo 1 à Defesa); e, ao regulador, nada apresentou. Não se nega à Espaço o direito de contraditar a versão do avaliador; nega-se a legitimidade de fazê-lo à margem da autarquia, sonegando-lhe a resposta devida. A retratação pleiteada ao particular e o silêncio oposto à CVM são as duas faces de uma só escolha, e entendo caracterizado o embaraço.

44. Que a CVM tenha obtido a informação da própria RJD não aproveita a Túlio, pois o tipo não reclama resultado. Seria diferente se Tulio Carneiro demonstrasse, por exemplo, saber que a RJD respondeu à CVM tempestivamente e entendeu não ser necessário prestar a mesma informação; daí, não seria o resultado de a CVM ter sido respondida que afastaria a infração, mas a falta de dolo em se omitir na resposta. O caráter pontual afeta a dosimetria, mas não afasta a infração, pelo que voto pela condenação da Espaço e de Túlio por esta infração.

⁸ PAS CVM nº 19957.005726/2025-24, Dir. Rel. Marina Copola, j. 18.12.2025; PAS CVM nº 19957.003418/2023-01, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 20.08.2024; PAS CVM nº 19957.011029/2019-64, Dir. Rel. Daniel Maeda, j. em 21.05.2024; PAS CVM nº 19957.009206/2018-61, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 11.04.2023; PAS CVM nº 05/2015, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 09.11.2021; PAS CVM nº 03/2011, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello, j. em 02.07.2019; PAS CVM nº 03/2013, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 05.05.2015.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III.II.III. Núcleo Talent Construções S.A. e Pedro Henrique Barbosa da Cruz

- ***Operação fraudulenta***

45. A Talent recebeu 2.360.162 cotas BZLI11, em troca de 1.909.000 ações da Brasil Realty Empreendimentos S.A. a que atribuíram o valor de R\$ 28,7 milhões. No dia seguinte ao da aquisição, alienou R\$ 15 milhões em cotas à Entre, a um preço unitário 22,2% superior ao da subscrição do dia anterior. O conjunto das alienações da Talent, concluído em cinco meses, somou R\$ 34,7 milhões, i.e., com ganhos de R\$ 6 milhões.

46. As ações da Brasil Realty foram precificadas, para a integralização, em cadeia de avaliações cuja base era um laudo atribuído à Pedrosa Consultores (1039382). A avaliadora, porém, Pedrosa **negou categoricamente a autoria** do laudo, classificou-o como fraude e registrou boletim de ocorrência policial (1049046). O laudo elevou o estoque imobiliário de um ativo da companhia (SPE Medical Tower) de R\$ 7,1 milhões para R\$ 70,9 milhões.

47. A defesa aponta três avaliações independentes (Pedrosa, RJD e GPO/Rede Netimóveis), com valores convergentes, para sustentar a suficiência dos ativos. O argumento, porém, não me convence. O laudo foi repellido pela própria Pedrosa e as outras avaliações derivam dele. Rui a origem, caem os outros como dominós.

48. Há, portanto, todos os elementos do tipo “operação fraudulenta” quanto à Talent. O artilheiro está no laudo ilegítimo que declarou um valor dez vezes maior que o que parecia ser real; ele induz a erro dos adquirentes das cotas, que acreditaram comprar parte de um ativo de R\$ 70 milhões que valia R\$ 7 milhões, gerando com isso a vantagem indevida recebida pelo vendedor do gato que anunciou como lebre. O dolo fica nítido pela dinâmica dos fatos, já que uma multiplicação milagrosa por laudo falsificado não se dá por descuido ou acaso.

49. Quanto a Pedro Barbosa, responsável pela Talent, a Acusação individualiza sua conduta ao indicar que fora ele quem assinou o boletim de subscrição na oferta, declarando a forma de integralização das cotas no patrimônio do fundo mediante conferência do ativo superavaliado. Assim, ao firmar o boletim, Pedro Barbosa aderiu ao esquema e lhe deu execução, respondendo, pois, pela conduta que materializou.

50. Voto, portanto, pelas condenações de Talent Construções S.A. e Pedro Henrique Barbosa da Cruz quanto à operação fraudulenta.

- ***Embaraço à fiscalização***

51. A Acusação imputa embaraço à fiscalização à Talent e Pedro Barbosa identicamente à acusação feita à Espaço e Tulio Carneiro. Talent e Pedro Barbosa foram intimados pelos Ofícios 227, 264 e 355, obtiveram duas dilações e silenciaram. A tese de que o Ofício 355 não indicava a instauração de sancionador não procede: o dever de atender a requisições da CVM decorre do art. 9º, II, da Lei 6.385 e independe de processo específico. Os dois elementos estão presentes:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

três ofícios sucessivos sobre operação em que a Talent foi subscritora, e silêncio após os próprios acusados terem requerido e obtido prorrogações — quem pede prazo demonstra ciência do dever e capacidade de atendê-lo, e o silêncio que se segue é, por isso mesmo, deliberado.

52. Voto pela condenação da Talent e de Pedro Barbosa pela prática de embaraço à fiscalização.

III.II.IV. Núcleo Henrique Vorcaro, Felipe Vorcaro, Milo Investimentos S.A. e MGI Desenvolvimento Imobiliário SPE S.A.

- ***Operação fraudulenta***

53. A Milo subscreveu 5,7 milhões de cotas BZLI11 por R\$ 70 milhões, integralizando-as com 70 milhões de cotas da MG I, que detinha indiretamente (por ações da MG II) um patrimônio avaliado em R\$ 146,6 milhões, com base em laudo da Nova Aliança que atribuía a um imóvel em Contagem – MG o valor de R\$ 304 milhões. Em 14 meses a Milo realizou 17 operações no mercado secundário, movimentando mais de 7 milhões de cotas BZLI11, com desembolso total de 91,6 milhões e receita de R\$ 85 milhões.

54. Dois documentos de avaliação sustentam a operação, e a Acusação os impugna por fundamentos distintos, que examino separadamente: as duas versões do laudo do imóvel, uma apresentada pela Índigo/Sefer e outra por Milo e MG I, e o laudo da MG II, que converte imóvel em valor de companhia. Os vícios não são intercambiáveis, e nenhum deles depende dos demais para subsistir.

(a) O laudo do imóvel na versão apresentada pela Sefer/Índigo

55. O Laudo Revisado nº 026-R/2018, de data-base 1.10.2018, é a versão que a Sefer/Índigo apresentou à Superintendência e que instruiu a integralização. A Acusação lhe aponta cinco defeitos (§104 do TA) — ausência de assinatura, paradigmas não identificados, pesquisa anterior à data-base em mais de um ano, tratamento de dados não disponibilizado e confusão entre valor de mercado e valor de venda forçada. Apenas o primeiro é meritório, já que os outros são divergência de método, ao que se aplica o que falei sobre as críticas ao laudo da Espaço. A Nova Aliança negou a autoria do documento, o que em princípio o tornaria imprestável pela suspeita de falsidade, assim como o laudo usado pela Talent. Porém, ele cai pela apresentação de novo laudo pela mesma Nova Aliança, conforme o parágrafo a seguir.

(b) O laudo do imóvel na versão apresentada pela Milo e pela MG I

56. O Laudo 028.2018, de mesma data-base, avalia o mesmo terreno. Milo e MG I sustentam que o documento em poder da Índigo/Sefer era mera prévia e apresentam este como versão final, cuja autoria a Nova Aliança, desta vez, reconheceu. A Acusação o rejeita por diferentes razões (§§100 e 109 do TA): parte apenas discorda da metodologia, como terrenos de baixa comparabilidade por terem tamanhos muito diferentes do avaliado — o que, como exposto no



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

trecho sobre o laudo da Espaço, não autoriza a classificação como instrumento de fraude. Há um aparente erro de cálculo – ao invés de calcular 30,5% do terreno, o laudo aplica o percentual de 49,5%. Isso é um erro aparentemente grave, pois em tese indicaria um valor maior que o correto, mas não me parece determinante⁹. A parte determinante, porém, é o questionamento que a Acusação faz da própria titularidade do imóvel pela Milo, pois a documentação que a defesa apresenta mostra que, ainda mais grave que a diferença de 30,5% para 49,5%, é o fato de que o imóvel nem mesmo era de titularidade da suposta subscritora, tampouco podendo transferi-lo ao patrimônio do fundo – em situação bem similar à da Espaço.

(c) A titularidade do imóvel e a cronologia do registro

57. Ao tempo da integralização, a matrícula nº 69.144 apresentava como proprietária a Tropical Clube de Minas Gerais. A Defesa reconhece a divergência e a atribui a situação transitória, informando que o registro do título translativo só se teria concluído em 28.8.2020. O documento com que pretende comprovar a transferência, porém, mostra que o valor da compra do terreno inteiro, em 2020, foi de menos de R\$ 70 milhões – sem explicação para como, em 2018, a Milo lhe atribuíra um valor de mais de R\$ 300 milhões. O aporte de supostos R\$ 70 milhões apoiou-se em ativo que sequer pertencia à sociedade cujas ações o representavam.

(d) Milo e Henrique Moura Vorcaro

58. A individualização da conduta de Henrique Vorcaro, diretor responsável pela Milo, não se esgota na enunciação de seu cargo: a Milo não foi subscritora que recebeu de terceiros ativo já viciado, mas a sociedade que fabricou o próprio lastro. Detinha a integralidade das ações da MG II, conferiu-as ao aumento de capital da MG I, dele recebeu as 70 milhões de quotas e com elas subscreveu R\$ 70 milhões em cotas do Fundo. É desse domínio sobre a fonte da avaliação, mais do que da ciência do vício, que se extrai o dolo específico: ela detinha por inteiro a sociedade avaliada, valeu-se de laudo inepto para inflar-lhe o valor e o conduziu ao Fundo como lastro, nada do que é cogitável por mero descuido; a alegação de desconhecimento é inverossímil quando a avaliação é de sociedade própria, não alheia.

59. A finalidade de extrair vantagem ilícita não é, aqui, inferência abstrata: revela-se no destino das cotas. Encerrada a subscrição, a Milo liquidou parcela expressiva delas tendo por contraparte a Viking, dirigida por Daniel Vorcaro, filho de Henrique Vorcaro (§152 do TA). O conjunto — controle sobre a origem do lastro, fabricação do sobrevalor por laudo irregular e escoamento junto a parte relacionada — descortina o propósito que presidiu a operação desde a origem: converter ativos reais em valores mobiliários com lastro existente, porém com valor artificialmente inflado, para vendê-los a investidores de mercado e embolsar o sobrepreço.

⁹ A fração ideal que a matrícula mostra é de 30,5% para a WWS Holding e para a MG II caberiam os 69,5% restantes. Assim, o laudo aplicar 49,5% não seria aumentar a fração ideal em relação à real, e sim reduzir.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

60. Voto, assim, pela condenação da Milo e de Henrique Vorcaro por operação fraudulenta.

(e) MGI e Felipe Cançado Vorcaro

61. A MGI é o veículo interposto entre as ações da MG II, precificadas em laudo inepto, e a integralização das cotas pela Milo (§§154-155 e 166 do TA); não figura em qualquer das 17 operações do §152 do TA, e sua imputação se sustenta autonomamente no papel de veículo da fase preparatória. Não exercia atividade que explicasse receber as ações da MG II e convertê-las, em poucos meses, em quotas cedidas ao Fundo: em nada serviu senão a interpor, entre um ativo precificado em laudo inepto e o patrimônio do Fundo, um elo de aparência regular. Das teses defensivas, a que desdobra a operação em dois planos — aumento de capital regido pelo Código Civil e integralização regida pela ICVM 472 — não desfaz a unidade do esquema, sendo justamente o encadeamento entre os atos o que a ICVM 8 alcança; a que nega a Felipe Vorcaro e à MGI a condição de destinatários do inciso I já foi afastada ao tratar das preliminares, pois o dispositivo aborda os “demais participantes do mercado”¹⁰; e a que invoca o art. 8º, §6º, da Lei das S.A. erra o plano, pois a imputação não é de responsabilidade civil pela avaliação de bens, mas de infração de natureza repressiva.

62. Quanto a Felipe Vorcaro, a individualização não decorre exclusivamente da indicação de que ocupava o cargo de administrador da MGI. Coube-lhe dar eficácia à interposição: a 4ª alteração contratual, de 25.10.2018, e a 5ª, de 12.4.2019, por ele assinadas em conjunto com a coadministradora N.B.V.Z., foram os instrumentos que converteram as ações da MG II em quotas de aparência neutra, conduzidas ao Fundo pela mão da Milo; e foi ele quem, como sócio diretor da SPE Medical Tower, contratou o laudo da Planext que, para a finalidade declarada de integralização em fundo imobiliário nos termos da ICVM 472, avaliou aquela companhia já inflada pelo salto do estoque imobiliário de R\$ 7,1 para R\$ 70,9 milhões (§45 e ss.), a lastrear o aporte de outro subscritor.

63. Voto pela condenação da MGI Desenvolvimento Imobiliário SPE e de Felipe Cançado Vorcaro por operação fraudulenta.

¹⁰ Nesse sentido, transcrevo um trecho de voto de minha relatoria no PAS CVM nº 19957.007626/2019-94:

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III.II.V. Núcleo Entre Investimentos e Participações Ltda. e Antônio Freixo Júnior

- **Operação fraudulenta**

64. Apesar de intempestivas as defesas desses acusados, opto por examinar suas razões, pois a revelia não importa confissão nem torna incontroversas as alegações da Acusação (art. 28 da RCV 45), ainda mais num processo com outras partes.

65. A Entre, cujo capital pertencia em 70% à FG Participações S.A., de Benjamim Botelho, realizou entre 14.11.2018 e 13.3.2020 177 operações no balcão não organizado, adquirindo 23.186.905 cotas por R\$ 350,7 milhões e alienando 23.727.003 por R\$ 358,4 milhões (1138408), entre elas a compra de cerca de 43% das cotas subscritas pela Talent no dia seguinte à integralização e a das cotas remanescentes da Espaço. Intimada a apresentar a fundamentação econômica dessas operações, respondeu que atuava para proporcionar aos investidores “a liquidez desejada” (1138411). Justificar mais de R\$ 700 milhões em volume bilateral, em 16 meses, com essa expressão não é fundamentação econômica: prover liquidez é tarefa de *market maker*, não atribuição típica de sociedade controlada pelo controlador indireto da administradora do Fundo; e a Acusação a qualifica, com razão, como espécie de câmara de liquidação, que negociava cotas conforme a necessidade da Índigo/Sefer e assegurava aos subscritores primários a saída de suas posições.

66. Como já sustentei, no PAS 19957.008718/2020-25¹¹ (§§ 13-14 e 26-27 do voto), ganhos de intermediário, ainda que muito superiores ao usual, não viciam a operação se a negociação é hígida. A questão muda de natureza, porém, quando a intermediária não disputa preços com vendedor e comprador como parte independente, mas opera dentro de cadeia de controle dominada pelo mesmo vértice societário que controla a administradora do Fundo. E o vínculo, negado pelas defesas, está documentado: a Acusação, em manifestação complementar (1570662), juntou extrato SERPRO (1571239) e ata da JUCESP de 28.12.2018 (1125288) comprovando que a FG deteve 70% da Entre entre 26.3.2018 e 30.7.2020, período que abrange todas as operações apuradas; que Benjamim Botelho detinha 100% da FG; e que a FG, por meio da Foco Participações Ltda., controla a própria Sefer (1125285). Não há contraparte independente disputando preço: há a parte que, dentro do mesmo perímetro de controle, recebe o ativo sobreavaliado e o reencaminha ao mercado. Somados os depoimentos de Elisângela Capassi e David Abdala sobre a ingerência direta do controlador e a coincidência sistemática entre as alienações dos subscritores e a aparição da Entre como contraparte, o quadro caracteriza atuação como peça funcional do esquema, não como contraparte contraposta de mercado.

67. Esse vínculo é indicativo de dolo: ao prover liquidez aos ativos sobreavaliados do próprio grupo, sob comando societário comum ao do administrador que os aceitou, a Entre não atuou às cegas, mas com ciência da função que desempenha. Que a vantagem não tenha sido da

¹¹ PAS CVM 19957.008718/2020-25, de minha relatoria, j. 19.8.2025.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

própria Entre — adquiriu, em média, a R\$ 15,12 e revendeu a R\$ 15,11, com prejuízo nominal de R\$ 418.426,54 — não a socorre. Não basta dizer algo como “ninguém movimenta R\$ 700 milhões para perder dinheiro”, pois a perda poderia ter resultado de tentativa de ganho. Porém, a perda também se explica pela vantagem que proporcionava a terceiros. Não seria perda e sim custo da operação. Esta é a tese da Acusação (§181 do TA) ao registrar que a câmara de liquidação nada ganhou enquanto os ganhos se concentraram nos demais veículos. A Entre foi o escoadouro pelo qual os subscritores realizaram os ganhos da sobreavaliação — a Talent, p. ex., cerca de 22,2% em um único dia —, e o item II, “c”, da ICVM 8 alcança precisamente essa hipótese, ao reclamar a finalidade de obter vantagem ilícita para as partes, para o intermediário *ou para terceiros*. Tal explicação, à luz do conjunto probatório e do comportamento combinado dos acusados, me parece suficientemente provada nos autos.

68. Voto pela condenação da Entre pela prática de operação fraudulenta. Antônio Freixo, apontado como responsável pela Entre, alega ausência de individualização de conduta e invoca trajetória de mais de três décadas no mercado sem registros desabonadores. Não era, porém, diretor de contraparte externa e desinteressada, mas administrador eleito da FG Participações — a companhia que detinha 70% da Entre no período das operações e que, por intermédio da Foco, controlava a própria Sefer, administradora do Fundo e intermediária líder da oferta.¹²

69. A tese defensiva opera contra a própria premissa. Antônio Freixo afirma haver fundado a Entre e administrá-la desde 2018 “sem compartilhar tais atividades com outros indivíduos” (Defesa de Antônio Freixo, §26), asserção que a defesa de Benjamim Botelho confirma ao consignar que a Entre “sempre foi administrada por Antônio Carlos Freixo, desde a sua constituição” (Defesa de Sefer, Benjamim Botelho e Jaguar, §72). Invocada para desatá-lo do vértice de comando e apresentá-lo como operador autônomo, a afirmação de direção exclusiva suprime justamente a hipótese que poderia socorrê-lo, a do administrador nominal cujas mãos executam decisão alheia: não havia terceiro a quem atribuir as ordens das operações da Entre.

70. Entendo, pois, que Antônio Carlos Freixo Júnior também deve ser responsabilizado pela operação fraudulenta imputada à Entre.

III.II.VI. Núcleo Banco Master, Daniel Vorcaro e Viking Participações

- ***Operação fraudulenta***

71. O Banco Master, na primeira etapa da operação, integralizou em dinheiro R\$ 16.783.000,00 no Brazil Realty FII, e o Fundo Máxima, R\$ 13 milhões. No extrato da conta do Fundo no Itaú-Unibanco, a Acusação não localizou quatro subscrições do Banco Master, somando R\$ 2.650.000,00; oficiado o banco, deu por sanadas duas delas, creditadas em outra

¹² Defesa de Sefer, Benjamim e Jaguar, § 70, quanto à eleição pela AGE de 31.7.2018; Manifestação Técnica Complementar, § 6 (1570662), com base em extração SERPRO, SEI 1571239; no mesmo sentido, o depoimento de David João Abdala Júnior, a que Antônio Freixo se refere como “então Diretor da FG Participações, Holding detentora da Foco”, SEI 1080712.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

conta do Fundo, mantida no próprio Banco Master, e manteve a imputação quanto às duas de R\$ 500 mil (5.4.2019 e 16.4.2019), cujos comprovantes retratariam apenas saídas em favor de sociedade de advogados.

72. A Defesa supriu a lacuna: juntou os dois recibos de crédito, tendo o Fundo por favorecido e o Banco Master por remetente, e o extrato da conta nº 0001073496, mantida pelo Fundo no Banco Master, em que ambos os créditos figuram nas mesmas datas e sob os mesmos números de documento. A premissa acusatória era a ausência dos créditos no extrato do Itaú-Unibanco, e a prova a desfaz; que os documentos tenham vindo apenas com a defesa não obsta a conclusão, pois é próprio da defesa trazer aos autos o que a Acusação reputou faltante, e apenar pela cronologia da prova, e não por seu conteúdo, inverteria ônus que cabe à Acusação. Recibos e extrato são coerentes entre si e com os boletins de subscrição, e não há, neste ponto, qualquer elemento de ardil ou vantagem indevida. Essa fatia da integralização foi hígida.

73. Na segunda etapa, o Banco Master participou ativamente do esquema, promovendo negociações no mercado secundário. Adquiriu 7.019.275 cotas a preço médio de R\$ 14,25 e alienou 10.117.652 a R\$ 15,32, com ganho de R\$ 10.798.077,48; a Viking adquiriu 6.603.990 cotas a R\$ 14,84 e alienou 9.115.840 cotas a R\$ 14,93, com ganho de R\$ 836.769,33; Daniel Vorcaro, individualmente, teve resultado negativo de R\$ 6.822.622,71 (1138408; §180 do TA). A Defesa contesta o volume alienado pelo Banco Master, que seria de 6.745.393,09 cotas, mas a discrepância não toca o preço médio nem a direção das operações: o resultado provém da margem por cota e, ainda que retificado o volume, reduz-se a magnitude, não o sinal. Ao posicionar-se reiteradamente como adquirente no curso do esquema, capturando a valorização que ele próprio ajudava a sustentar, o Banco Master agiu com a finalidade de obter vantagem patrimonial ilícita por meio do esquema; o mesmo vale para a Viking, de ganho menor, mas idêntico posicionamento, sob a administração de Daniel.

74. O Banco e Daniel sustentam ainda que as operações se deram em condições de mercado e que a relação com a Sefer era meramente comercial. “Condições de mercado”, porém, nas circunstâncias dos autos, e mercado fraudulento não são noções necessariamente incompatíveis: na medida em que o preço de BZLI11 era ele próprio resultado do esquema, sustentado por aquisições recorrentes em balcão entre veículos do mesmo grupo, alinhar-se a ele não é prova de regularidade, mas continuidade do mesmo arranjo. Ventilar o argumento é como querer usar parte do produto da fraude como defesa, quase como tentar estender aos julgadores o mesmo artifício usado contra os investidores. E a tese da relação comercial não enfrenta os vínculos documentados: Daniel Vorcaro é diretor do Banco Master e sócio administrador da Viking; Henrique Vorcaro, diretor responsável da Milo, é seu pai; uma diretora da Milo, aqui não acusada, sua irmã; Felipe Vorcaro, diretor responsável da MGI, seu primo. Convém evitar o excesso — o parentesco, isolado, nada demonstra, e não é preciso ter prática na advocacia de sucessões para saber que nem toda família partilha desígnios ou alta confiança entre seus



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

integrantes. Mas o que se imputa não é o vínculo, e sim o uso que dele se fez: a coincidência, operação a operação, entre a posição compradora dos veículos de Daniel e a posição vendedora dos veículos de seus parentes, no mesmo intervalo e dentro do mesmo perímetro, revela que a família operou como unidade de coordenação do esquema, e é nessa qualidade que a fraude se lhe imputa. A simetria estende-se às investidas do Fundo em 30.6.2019 — Brasil Realty Empreendimentos, MGI e WWS Holding —, todas relacionadas a cotistas: em todos os planos em que o esquema poderia ser auditado há sobreposição familiar ou societária com o vértice de controle.

75. Dois dados dos autos não podem ser considerados como fundamento para a formação do juízo ou fonte de qualquer agravamento a eventual penalidade. O primeiro é a avaliação do imóvel da Via Expressa, endereçada, já em junho de 2017, à MGI aos cuidados de Daniel (1138403), mais de um ano antes da subscrição e à margem de qualquer atuação sua como contraparte de balcão: nem o laudo nem a participação de Daniel na sua obtenção foram objeto da Acusação, e não se condena por fato não imputado. O segundo é a transferência de R\$ 18 milhões da Entre, por Sefer/Índigo e Viking, para Daniel. A Defesa refuta a tese da Acusação, que diz que essa cadeia demonstraria ser recorrente a atuação da Entre como intermediária de operações fraudulentas (§176 do TA), ao demonstrar causa negocial documentada; o saldo do preço de alienação, por Daniel à então Arya (antiga denominação da Entre), de ações da Zion Participações e Investimentos S/A, em 28.06.2018 e aditado em 7.1.2019 (§§39-42 da Defesa): o fato foi apurado no PAS CVM nº 19957.009798/2019-01, encerrado por termo de compromisso aprovado pelo Colegiado em 1.12.2020, que extingue a pretensão punitiva sobre seu objeto e, nos termos do art. 11, §6º, da Lei 6.385 e do art. 81 da ICVM 607, não importa confissão quanto à matéria de fato nem reconhecimento de ilicitude — pelo que não pode operar aqui como indício de reiteração sem ofensa ao *bis in idem* (§10). Trata-se de ponto reiterado pela Defesa nesta sessão, a partir da tribuna, que merece ser acatado: o termo de compromisso não permite que o fato seja utilizado contra o compromitente, se contestado.

76. Quanto a Daniel, a tese de que sua imputação repousa tão somente na condição de diretor não resiste aos autos. No plano formal, há na peça acusatória diversas condutas afirmadas textualmente, ainda que algumas de forma lacônica, como ter comprado cotas BZLI11, tê-las vendido etc., e em passagem mais extensa, o §192 faz referência às negociações de Daniel no mercado secundário. Elas incluem a venda, em 4.4.2019, de 1.842.857 cotas a preço unitário de R\$ 12,15 de Daniel para Milo, que na mesma data repassa para Pedro Moll, em mesma quantidade mas com valor unitário nominal de R\$ 7,00 (cf. §162 do TA) — esta é a operação objeto da acusação no processo conexo a este (cf. §25 do Relatório) e que faz necessária a decisão na mesma sessão de julgamento, pela necessidade de coerência entre os respectivos entendimentos acerca de tal operação (no processo conexo) e em seu efeito de compor o mercado secundário (neste).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

77. Por respeito ao contraditório, anotei as inteligentes perguntas e provocações feitas na bela sustentação apresentada da tribuna em nome do acusado, cujo conteúdo exponho a seguir, com as respectivas respostas que entendo advirem dos autos:

(i): Não há determinações ou orientações proferidas por Daniel, nem conversas que o envolvam. Qual o ato concreto praticado por ele, quando teria sido praticado e como teria integrado o mecanismo fraudulento?

Resposta: É verdade que não há tais provas diretas de intenção fraudulenta manifestada verbalmente. Mas atos concretos há: Daniel Vorcaro agiu comprando e vendendo BZLI11 no mercado secundário, que os autos mostram com datas e contrapartes incontroversas: em nome próprio, de que ele contesta apenas quantidades; em nome da Viking, não nega a imputação de ter determinado e sido o representante nas negociações. Em nome do banco, embora negue ter agido pessoalmente na peça de defesa, não o faz de maneira crível. Em tese não é materialmente impossível que uma operação do tipo fosse decidida e cursada por uma tesouraria com liberdade de atuação, mas além de sequer alegar algo semelhante e menos ainda documentar, o fato de ter agido em nome próprio e pela Viking no mesmo período é um indicativo suficientemente forte de ter sido no mínimo o polo decisório da atuação do banco. Daniel Vorcaro, além de representante formal, o que por si realmente não basta para provar atuação, era também o acionista controlador do banco, o que requereria uma demonstração sólida da atuação e da independência decisória de componente diverso nas operações, algo que o acusado não trouxe ao processo.

(ii): O próprio termo de acusação registra seu prejuízo na pessoa física, o que afastaria a presunção de enriquecimento.

Resposta: A vantagem indevida pode ser buscada em favor de terceiros para caracterizar a operação fraudulenta, o que inclui os outros acusados que auferiram benefícios. Formalmente, o Banco Master e a Viking são também terceiros, mas materialmente os ganhos ali apurados favorecem, no fim das contas, seu acionista controlador.

(iii): Os cálculos da vantagem não foram enfrentados, e sendo ela a premissa da imputação, não se poderia tê-la por resolvida.

Resposta: A defesa tem razão ao afirmar que os cálculos não foram enfrentados. Mas a quantificação da vantagem não é premissa necessária: o ilícito é formal e se consuma com o ardil dirigido à obtenção de vantagem indevida, de modo que sequer precisaria ter havido vantagem efetivamente. Os autos demonstram que houve vantagem indevida, ainda que não a quantifiquem com precisão necessária para embasar pleitos indenizatórios sem instrução adicional. Tampouco há quantificação apta a basear uma dosimetria baseada em múltiplo de valor irregular, pelo que não é o critério que adoto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(iv) Seria possível conhecer as irregularidades alheias sem aderir à fraude, pois conhecimento não é adesão.

Resposta: A afirmação é correta. Pode haver situações em que alguém conheça parte de irregularidades e não o todo, ou mesmo que saiba do todo sem integrar o esquema. Mas o que os autos indicam, conforme expus acima, é que havia também a adesão, já que Daniel Vorcaro auferiu benefícios e determinou a atuação de si próprio e seus veículos. Outros questionamentos comportam resposta breve: (v) as integralizações do Banco Master se deram em dinheiro, como a Defesa comprovou, e nessa perna não há fraude (§72): a condenação repousa sobre a segunda etapa, não sobre a primeira; (vi) o parentesco, isolado, nada demonstra: concordo, e como já consignei (§74), não é ele o fundamento da condenação, mas indício que reforça a coincidência documentada entre as posições dos veículos de Daniel Vorcaro e as dos de seus parentes; (vii) a transferência dos R\$ 18 milhões não é recurso sem causa, e sim adimplemento de obrigação previamente constituída, apurada no PAS CVM nº 19957.009798/2019-01: acolho o argumento, nos termos do §75.

78. Diante desses e dos outros elementos dos autos, no plano material, fica suficientemente demonstrado que a atuação de Daniel Vorcaro compunha o conluio com as demais partes, demonstrando os elementos dos autos que Daniel Vorcaro dirigiu simultaneamente o Banco Master e a Viking, contrapartes compradoras e vendedoras recorrentes, que adquiriram cotas justamente quando veículos dos outros integrantes respectivamente vendiam e compravam. Master e Viking tiveram ganhos no período de R\$ 11.634.846,81 (1138408), sendo que Daniel, na pessoa física, teve resultados negativos no mesmo período, corroborando ter usado seus veículos para auferir os ganhos neles: negociou pessoalmente, no mesmo balcão e período, 2.690.736 cotas, a R\$ 14,68 de média na compra e R\$ 12,14 de média na venda. A própria Defesa reconhece que Daniel Vorcaro vendeu cotas à Milo. Tal atuação revela a individualização da conduta e o intuito doloso de induzir ao erro, ao fabricar as condições de mercado com base nas quais as cotas BZLI11 seriam vendidas a investidores finais, e de obter as vantagens indevidas, efetivamente obtidas em veículos próprios e de outros acusados. O dito resultado negativo que teria sofrido na pessoa física não afasta o intuito; é custo do arranjo, não perda, pois o ganho foi realizado nos veículos que dirigia.

79. Alegar uma perda nominal na pessoa física enquanto outros veículos auferiam ganhos seria como o assaltante de banco dizer que teve prejuízo porque teve que pagar o táxi para ir até o banco para assaltá-lo.

80. Voto, assim, pela condenação do Banco Master, de Daniel Vorcaro e da Viking Participações pela prática de operação fraudulenta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III.II.VII. Núcleo Benjamim Botelho: Jaguar/BMI e Índigo/Sefer DTVM

- ***Operação fraudulenta***

- (a) Benjamim Botelho***

81. Benjamim Botelho era, à época, acionista único da FG Participações S.A., que controlava a Sefer, por meio da Foco, e detinha 70% da Entre (1125285, 1125288), e era o beneficiário final no Brasil da Jaguar/BMI. Sua participação no esquema, porém, não se sustenta só pelo controle societário: a operação fraudulenta reclama dolo individualizado e não admite que a autoria se extraia da só posição no vértice da cadeia.

82. O que individualiza e demonstra a conduta de Benjamim Botelho é, primeiro, o relato convergente dos três diretores responsáveis da Sefer, que situam nele a origem das ordens: Elisangela Capassi consignou que “as ordens vinham dele e de seus representantes nas empresas” e que encontrou no controlador resistência a implantar novos processos e desinteresse em equacionar os apontamentos da Autarquia (1073590); David Abdala relatou solicitações que o deixavam “muito desconfortáveis” (1080712); Aluizio Moizinho confirmou que ele participava das negociações por intermédio das gestoras Acura e Eagle (1080762). É, segundo, a tripla convergência sem a qual o esquema não se sustentaria: as três contrapartes que aparecem sistematicamente na ponta compradora das alienações dos subscritores — Sefer, Entre e Jaguar — convergem, sem exceção, para a mesma pessoa, conforme a documentação já examinada (§§65-66 e 81); o veículo no exterior que fica com a vantagem indevida, Jaguar/BMI, opera no Brasil sob representação institucional da administradora, controlada pelo beneficiário do próprio veículo, e a Defesa afirma que as ordens da Jaguar/BMI “são dadas por Benjamim Botelho, na qualidade de Diretor do fundo, exatamente como deveria ser” (§73 da Defesa); e a sequência do Quadro de negociações da Talent (§133 do TA), com operações dessa magnitude em tamanha proximidade temporal, não se concretiza sem coordenação prévia, que aponta para o vértice comum.

83. A Defesa limita-se a sustentar que Benjamim Botelho não exercia cargo formal em Sefer ou Entre e se restringia à definição de estratégia. O ponto da imputação não é o cargo: sem sua ciência, seria preciso supor que Sefer, Entre e Jaguar atuaram em direções perfeitamente coordenadas, em favor exclusivo do mesmo beneficiário último, à revelia desse beneficiário, suposição que o conjunto probatório não tolera. Da mesma forma que a mera ocupação de cargo não basta para demonstrar a atuação de um acusado, já que o que vale é o que efetivamente fez ou deixou de fazer, a circunstância de não ocupar cargo não basta para afastar a demonstração de uma conduta efetivamente praticada, e os autos a demonstram suficientemente.

84. Voto, portanto, pela condenação de Benjamim Botelho pela prática de operação fraudulenta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(b) Jaguar Investments Horizon/Brazilian Multimarket/Centara Multimarket

85. A Jaguar, fundo estrangeiro cujo beneficiário final era Benjamim Botelho, realizou 32 operações entre outubro de 2018 e fevereiro de 2020 e auferiu ganho de R\$ 6.991.982,97 (1138408; §§180 e 203-204 do TA). Negociar cotas com lucro não é, por si, ilícito, ainda que de modo reiterado, concentrado e rentável; o que converte essas operações em operação fraudulenta não é o seu resultado, mas a posição de quem as ordenou em relação ao ativo negociado. Benjamim Botelho era acionista único da FG, controladora da administradora do Fundo, e participava diretamente da definição das ordens de negociação no secundário, conforme os ex-diretores da administradora (§§205-206 do TA): não investidor que se aproximou do ativo a partir do mercado, mas quem estava na origem da formação do preço que depois explorou, pois a 3ª emissão foi integralizada com ativos avaliados por laudos viciados e a administração do Fundo, sob seu controle, foi o canal por onde essa avaliação se converteu em cotas dotadas de liquidez.

86. Aí a conduta se tipifica: alienar valores mobiliários, conhecendo a deficiência da avaliação que sustenta seu preço, a contrapartes que a desconhecem, é o ardil do item II, “c”, da ICVM 8, porque a assimetria explorada não é fortuita, mas obra do próprio alienante. A vantagem da Jaguar não resulta de risco de mercado, e sim da diferença entre o preço praticado e o valor econômico efetivo das cotas, conhecida por quem determinou as ordens; do outro lado estavam investidores não relacionados, que suportaram prejuízo de R\$ 5.835.052,93 (1138408). A Jaguar foi o instrumento de apropriação do resultado de fraude que seu titular arquitetou, e o dolo não precisa ser reconstruído a partir da estrutura societária: decorre da própria incompatibilidade entre saber que a cota estava inflada e vendê-la a terceiro pelo preço inflado.

87. A Defesa opõe que a Jaguar mantém em carteira 7.321.952 cotas, a valor de mercado aproximado de R\$ 106,9 milhões, o que descaracterizaria intuito especulativo. O argumento não aproveita, por três razões convergentes: o tipo é formal, e a vantagem, além de objetivada, foi realizada, sem que a retenção de outras cotas ou sua posterior valorização desfça retroativamente a captura já consumada; o que se imputa não é especulação, mas atuação como veículo de vantagem oriunda do descompasso entre o valor das cotas no nascedouro do esquema e o valor pelo qual foram alienadas, função que a posição remanescente antes confirma que afasta; e a tese, levada às últimas consequências, premiaria o veículo que mais profundamente se entranhou no esquema, pois quanto maior a posição retida, menor seria a reprovabilidade.

88. Voto pela condenação da Jaguar Investments Horizon LLC pela prática de operação fraudulenta, nos termos do item I c/c item II, “c”, da ICVM 8.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(c) Sefer /Índigo DTVM e seus administradores

- ***Operação fraudulenta***

89. A Sefer/Índigo DTVM concentrou três posições simultâneas: administradora fiduciária do Fundo, intermediária líder da 3ª emissão e contraparte recorrente — direta e por meio da Entre — das alienações realizadas pelos subscritores no secundário. A combinação dessas funções, em favor das mesmas pessoas e em sequência tão estreita, é incompatível com a ideia de mero descuido.

90. No plano primário, a imputação não é a de que a Sefer tenha deixado de descobrir o que estava oculto, o que seria conduta culposa, e sim a de que aceitou o que estava à vista. Os vícios não demandavam investigação: no caso da Talent, o salto do estoque imobiliário da SPE Medical Tower de R\$ 7,1 para R\$ 70,9 milhões entre as demonstrações de 31.12.2017 e 30.11.2018 constava das peças que acompanhavam o próprio laudo apresentado para a integralização, cujo texto se resumia a afirmações genéricas, sem relação de imóveis nem demonstração do valor (§52 do TA); no da Espaço, a base amostral eram quatro anúncios de portal eletrônico, o laudo não atendia aos requisitos do Anexo 12 da ICVM 472 (§81 do TA) e as matrículas estavam em nome de terceira, sem averbação — esta, isoladamente, não tem elementos suficientes de fraude, mas corrobora a vista grossa da Sefer/Índigo; no da Milo, o laudo “MG II 2018”, que a própria Sefer apontou como fundamento do aporte de R\$ 70 milhões (§96 do TA), não estava assinado nem identificava o avaliador. E a evidência dos autos toda aponta para Benjamim, seu controlador final, como origem do comando da DTVM. É também onde se esgota a hipótese de mera negligência: não se cogita aqui de fraude por omissão culposa (o que, por outro lado, parece ter sido a imputação aos administradores). A pessoa jurídica foi o vigilante que olhou para o outro lado de propósito, porque assim lhe determinou seu controlador. Isto, nas integralizações. Em seguida, a empresa atuou no mercado secundário, dando às cotas assim emitidas a aparência de preço formado em negociação — conduta comissiva, autônoma e voltada precisamente a validar o resultado da etapa anterior, que administrador algum meramente descuidado teria praticado¹³. As três integralizações somam mais de R\$ 109 milhões, 78% do total subscrito (§216 do TA), e constituem o insumo sobre o qual se erigiu toda a ponta secundária do esquema.

91. No plano secundário, a Índigo/Sefer atuou como contraparte direta e como representante institucional dos demais veículos do grupo: em conta própria, adquiriu 38.942.759 cotas e alienou 39.124.669, volumes da ordem de centenas de milhões de reais em balcão não

¹³ Embora haja certa semelhança, não me parece aplicável a lógica com que o Colegiado absolveu a BRB DTVM no PAS CVM nº 19957.007626/2019-94: lá, a pessoa jurídica foi utilizada *contra* o que seria sua vontade coletiva, por grupo que se desdobrava em esforços para burlar os controles internos montados justamente para impedir tais práticas, de modo que a atuação formal da entidade se dava em sentido oposto ao dos detentores do efetivo poder de controle; aqui, ao contrário, quem determinou a conduta foi Benjamim Botelho, controlador indireto e administrador de fato, e a estrutura de governança não foi contornada, mas empregada — a vontade da pessoa jurídica não foi subvertida por terceiros: foi exatamente essa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

organizado, embora as cotas fossem listadas na B3; três das quatro alienações da Espaço a tiveram por contraparte, e a quarta à Entre; a Talent alienou R\$ 15 milhões à Entre no dia seguinte à subscrição, com valorização aparente de 22,2% (§45); e a própria Sefer declarou-se representante institucional da Jaguar (1106882). Não é coincidência: é a contrapartida funcional do primeiro plano, e identifica a DTVM não como contraparte distraída no balcão, mas como a infraestrutura pela qual o esquema converteu ativos sobreavaliados em recursos líquidos com também aparência de liquidez.

92. A esses planos soma-se o padrão de silêncios seletivos, precisamente nos pontos em que sua manifestação revelaria o esquema: não apresentou contrato de distribuição da oferta (0825697); não realizou assembleias deliberando as integralizações; iniciou a oferta sem divulgar as demonstrações financeiras de 2017 do Fundo; iniciou a distribuição sem depósito centralizado. Cada omissão é infração autônoma, mas seu conjunto reforça a conduta voltada à consecução da fraude.

93. Voto, assim, pela condenação da Sefer/Índigo pela prática de operação fraudulenta.

- ***Outras acusações contra a Sefer/Índigo DTVM.***

94. As demais imputações à Sefer têm objeto próprio e não se confundem com a fraude. A ausência de relação instrumental é evidente no caso das DFs de 2017, divulgadas apenas em 5.2.2019 (§§19-20 do TA): a omissão chamou atenção sobre a oferta e motivou o Ofício 169, que determinou sua suspensão (0994312). A divulgação tempestiva de demonstrações favoráveis, ainda que inexatas, teria sido mais eficaz para conferir aparência de regularidade à emissão. O mesmo vale para as demais imputações, falhas de organização e documentação que subsistiriam ainda que os ativos houvessem sido corretamente avaliados, como se desenvolve a seguir.

(a) Falha no dever de diligência como intermediária líder e dever da ofertante de prestar informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes (art. 11, I, da ICVM 476 e art. 10 da ICVM 476) - caracterizada

95. A Sefer declarou não ter realizado esforço de colocação, atribuindo a abertura da oferta à solicitação de um único cotista; mas a oferta alcançou subscritores que não eram cotistas (Espaço e Talent).¹⁴ Ou houve esforço não declarado, a atrair o dever de diligência sobre a adequação do produto aos novos subscritores, ou estes ingressaram sem qualquer triagem, hipótese que confirma a ausência integral da diligência exigida. Há aqui, em rigor, duas falhas de naturezas distintas que convergem na mesma pessoa. Como ofertante, a Sefer descumpriu o

¹⁴ Sobre a insuficiência da relação prévia para descaracterizar a procura a subscritores, cf. KOLOUBOFF, Daniel Coachman. *Notas sobre as ofertas públicas de valores mobiliários e seus atos de distribuição*. Revista Semestral de Direito Empresarial, Rio de Janeiro, n. 37, p. 235-264, jul./dez. 2025, p. 244-245 e 247-248, anotando que o art. 3º, §1º, da ICVM 400 ressaltava do “público em geral” apenas quem mantivesse relação prévia *estreita e habitual* com a emissora, e que vínculo ténue ou circunstancial não afasta a caracterização dos atos de distribuição.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

dever de prover informação suficiente à avaliação do investimento (art. 10 da ICVM 476): a oferta foi aberta sem material de divulgação; sua estrutura de custos jamais foi documentada — o contrato de distribuição, solicitado na instrução, não veio (0816251; 0821956), remanescendo indefinida a remuneração suportada pelo Fundo —; e as DFs de 2017 só vieram a público depois de consumadas as primeiras subscrições. Não se imputa falsidade à Sefer, que agiu por meio de representantes que não tiveram o dolo demonstrado (cf. §§113 e ss.), mas insuficiência: o art. 10 reprime não a ausência deste ou daquele documento, mas a insuficiência do conjunto, apta a afetar substancialmente a decisão dos subscritores. Como intermediária líder, e em decorrência lógica da falha de apresentar informações incompletas, descumpriu o dever de diligenciar para assegurar a veracidade e a suficiência dessas mesmas informações (art. 11, I), pois não exibiu, quando na instrução a SRE solicitou, evidência mínima da diligência que lhe competia. Ser, a um só tempo, a fonte da informação deficiente e o agente incumbido de depurá-la não dilui as imputações: o regime da ICVM 476 dispensa registro prévio e prospecto em troca do reforço dos deveres do intermediário líder, a quem confia a função de *gatekeeper* da oferta, e a Sefer, que deveria operar como dupla camada de defesa do regime, suprimiu ambas. O ingresso de poucos subscritores não afasta a falha, já que ameaça o bem jurídico que é o patrimônio do investidor - é preciso lembrar que a oferta alcançou subscritores não participantes do conluio fraudulento. É o caso dos demais investidores, que não chegaram a ser acusados, e que aportaram na terceira emissão de BZLI11 (embora pudesse ter havido apenas um que aportasse qualquer quantia, já que é destinatário da proteção de sua propriedade).

96. Voto pela condenação da Sefer por falha no dever de diligência como intermediária líder e dever da ofertante de prestar informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, infração ao art. 11, I, da ICVM 476 e art. 10 da ICVM 476.

(b) Início de distribuição sem depósito centralizado na B3 (art. 3º, I, da ICVM 541) - caracterizada

97. A B3 informou, em 2.6.2020, não ter identificado divulgação de início de distribuição nem operacionalização da distribuição das cotas. Para FII em condomínio fechado com cotas admitidas à negociação, o depósito centralizado é requisito da distribuição, e a omissão se verifica de plano na informação da própria infraestrutura de mercado. A alegação da defesa de que, em fundo fechado e ilíquido, seriam comuns transações em balcão registradas na escrituração da administradora a preço de referência da B3 não afasta a infração: o argumento seria uma razão plausível para discutir reforma normativa, afastando a obrigação de divulgar o início de distribuição nessa hipótese, bem como fator a ser considerado na dosimetria da pena por seu baixo impacto, mas a regra vigente sobre os fatos exige o depósito como condição da distribuição, não da negociação secundária, e essa violação houve.

98. Voto pela condenação da Sefer pelo início da distribuição sem depósito centralizado na B3, infração ao art. 3º, I, da ICVM 541.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(c) Inobservância do prazo de comunicação do início da oferta (art. 7º-A da ICVM 476) - caracterizada

99. Como a Sefer declarou não ter realizado esforço de colocação, o que impediria fixar a data da primeira procura a investidores, adoto a hipótese que lhe é mais favorável, a de que a primeira procura coincidiu com a primeira subscrição. As subscrições de Milo e Espaço ocorreram em 31.10.2018, e o formulário de início da oferta só foi enviado em 9.11.2018 (1138398), fora do prazo de cinco dias úteis do art. 7º-A da ICVM 476.

100. Voto pela condenação da Sefer pela inobservância do prazo de comunicação da oferta, infração ao art. 7º-A da ICVM 476.

(d) Ausência de aprovação assemblear das integralizações em ativos (art. 12 da ICVM 472) - caracterizada

101. Nos três casos de integralização em ativos, a Sefer, embora intimada (0980102 e 0843783), não apresentou ata de assembleia deliberando sobre os aportes; no da Talent, exibiu apenas ata de 29.1.2016, sem relação com a operação. A defesa sustenta que os ativos já haviam sido precificados em assembleias anteriores (29.1.2016 e 29.3.2018), quando o Fundo neles primeiro investiu, de modo que o art. 55, IV, da ICVM 472 dispensaria laudo e nova deliberação. Discordo: o dispositivo dispensa o laudo “*sem prejuízo da manifestação da assembleia de cotistas quanto ao valor atribuído ao bem ou direito*” e o próprio regulamento do BZLI11 o diz com todas as letras. A manifestação recai sobre o valor atribuído na ocasião da integralização então deliberada, não sobre precificação havida anos antes, em montantes muito inferiores. Uma coisa é o fundo investir uma parte pequena de seu patrimônio num ativo e dedicar atenção proporcional ao risco; outra é a avaliação, ainda que do mesmo ativo, feita um tempo significativo depois, quando seu valor pode ter alterado, e em valores muito maiores. Se a decisão sobre o que aceitar como ativo integralizado fosse delegada aos deveres fiduciários da administradora, seria um cenário em tese possível, mas não é a estrutura com que os investidores aceitaram participar sob o regramento vigente. Suprimida a assembleia, suprimiu-se um foro em que os laudos depois repelidos poderiam ter sido escrutinados antes da integralização pelos demais cotistas.

102. Voto pela condenação da Sefer pela ausência de deliberação assemblear das integralizações em ativos, infração ao art. 12 da ICVM 472.

(e) Não averbação, no registro de imóveis, das restrições do art. 7º da Lei 8.668 sobre os imóveis integralizados pela Espaço (art. 32, II, da ICVM 472) – não caracterizada

103. Importante notar que a Acusação não faz essa imputação específica, mas os acusados dela se defendem como se tivesse sido feita. Talvez a Acusação tenha ficado satisfeita com a explicação, mas em todo caso convém registrar a análise, já que foi feita.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

104. Os 50 lotes integralizados pela Espaço permaneceram registrados em nome de MSB Participações, que os adquirira em 2000, sem averbação — nem da transferência ao FII, nem mesmo da transferência à própria Espaço. O fato é incontroverso.

105. A impossibilidade fática de averbar, por sua vez, é parcialmente procedente. A pandemia é evento de 2020 e o dever, vencido em 2018, já estava descumprido antes de qualquer restrição sanitária, de modo que não procede. Já os problemas fundiários da região foram suficientemente demonstrados, e o fato de ter havido a averbação posteriormente, após verificação em consulta pública na rede cartorária, corrobora que não a fizeram antes por essa dificuldade, pelo que não é possível formar convicção suficiente de que a não averbação decorreu de omissão, que só é punível se a ação exigida é materialmente possível. Assim, a infração não estaria caracterizada.

106. Contudo, como a defesa apresenta outros argumentos, entendo relevante ressaltar minhas discordâncias quanto a eles, para que não adquiram indevida força de precedente. A averbação das matrículas é uma obrigação de grande relevância em proteção do patrimônio do investidor do FII. É ela, no regime jurídico brasileiro, que confere oponibilidade *erga omnes* ao direito do FII sobre seus imóveis; sem ela, os bens permanecem, perante terceiros de boa-fé, no patrimônio do titular registral anterior, e a separação patrimonial que protege os cotistas perde sustentação. O dever é de fazer, pelo que a alegação de ausência de dano repercute, mas não afasta seu descumprimento.

107. A presença dos bens nas DFs de 2018 a 2020, também usada como argumento de defesa, não supre o problema. A propriedade fiduciária do FII é direito real cuja oponibilidade depende do registro, não do lançamento contábil — é exatamente a função que a averbação cumpriria e que se omitiu. Para servir de argumento adequado, teria que ter havido clara e destacada informação aos investidores da forma jurídica pela qual os imóveis integravam o patrimônio do fundo, i.e., posse legítima, direito obrigacional contra os detentores prévios, e não direito real decorrente do registro imobiliário. Só dizer que o imóvel é do FII sem tais ressalvas transmite a ideia de que há registro, já que é o regime usual e esperado.

108. A defesa a meu ver apresentou elementos procedentes e outros improcedentes, a soma dos quais teria apontado para a inocorrência da infração. Não houve acusação desta infração, pelo que fica apenas o registro dos comentários.

(f) Não divulgação tempestiva das demonstrações financeiras do Fundo (art. 39, V, alíneas “a” e “c”, da ICVM 472) - caracterizada

109. As DFs de 2017 só foram divulgadas em 5.2.2019, fora do prazo de 90 dias, com a oferta em curso e consumadas as integralizações de Milo e Espaço. A Sefer atribui a demora ao atraso das investidas em fechar suas contas auditadas; a escusa não basta, pois o dever de divulgar tempestivamente as demonstrações do Fundo é da administradora, e nele se compreende o de diligenciar para que as investidas apresentem suas contas a tempo. Se estas não as entregam,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

não há impossibilidade de divulgar as demonstrações financeiras do Fundo, que poderia divulgar as suas contas com as respectivas ressalvas, pelo que a infração está caracterizada.

110. Voto pela condenação da Sefer pela não divulgação tempestiva das demonstrações financeiras do Fundo, infração ao art. 39, V, alíneas “a” e “c”, da ICVM 472.

111. A circunstância de que a Sefer se encontra em liquidação extrajudicial também é invocada pela Defesa, argumentando que a pena pecuniária não alcançaria quem agiu: alcançaria a massa, isto é, os credores da instituição — em boa parte, os próprios investidores que a norma sancionadora existe para proteger. Punir a Sefer, neste estado, seria transferir aos lesados o custo da infração de quem os lesou, em atrito frontal com a intranscendência da pena. Considero o argumento justo, mas a preocupação não se materializa, conforme exposto na nota 17 do §119 quanto à massa liquidanda do Banco Master – Em Liquidação Extrajudicial; as penalidades só são devidas após a senioridade de seus credores e não os deve onerar.

112. Concluo, portanto, pela condenação de Sefer nas infrações acima.

- ***Administradores da Sefer/Índigo***

113. Os administradores da DTVM, diferentemente da própria empresa, por alguma razão não foram acusados das quebras de seus deveres apontadas acima, mas apenas da prática de operação fraudulenta. Só posso atribuir isso a uma falha da acusação, já que aqui é possível identificar uma inteira correspondência entre o que a pessoa jurídica deve fazer, faz (ou deixa de fazer) e as obrigações de seus administradores. Por óbvio não posso afirmar que os administradores têm responsabilidade, o que seria leviano, mas os elementos que constam do termo de acusação parecem robustos o suficiente para justificar que fossem acusados com as mesmas imputações. Como já adiantei no §§89 e 94, entendo não terem ficado demonstrados os elementos caracterizadores da fraude para os administradores da DTVM. Segue o trecho de cada um.

- (a) ***Elisangela Katia Capassi***

114. Elisangela Capassi foi diretora responsável de 6.12.2018 a 30.4.2019; em sua gestão ocorreu, em 15.4.2019, a subscrição da Talent. Os elementos defensivos, compatíveis com a documentação dos autos, afastam o dolo: cenário operacional crítico ao chegar à DTVM (demissão de mais da metade da equipe, perda de histórico, atraso das DFs e problemas de liquidez em mais de 90% dos fundos, ingerência do controlador); reunião com a CVM, em dezembro de 2018, para apresentar nova estrutura operacional; análise do cadastro e dos documentos da Talent pelas áreas jurídica e de *compliance*, com base no laudo da Planext de 30.11.2018; pressão do controlador pela conclusão célere; sugestão de consulta formal aos reguladores, recusada por Benjamim Botelho; renúncia em 30.4.2019 (1073590).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

115. Não desaparecem, com isso, as possíveis falhas técnicas de sua atuação, que redundaram nas infrações da DTVM relativas a seus deveres como coordenadora da oferta e administradora do FII; mas o que os autos mostram é profissional pressionada pelo controlador, em cenário caótico, que tentou fazer seu trabalho com instrumentos limitados e, não atendida, desligou-se do cargo — contraindícios que afastam mais que suficientemente a presença de dolo de fraudar ou mesmo conhecimento do intuito, pelo que voto por sua absolvição.

(b) David João Abdala Júnior

116. David Abdala foi diretor responsável de 30.4.2019 a 22.11.2019. Nenhuma das integralizações em ativos do Quadro 2 do TA ocorreu sob seu mandato — a da Talent, 15 dias antes de seu início —, e, das negociações de balcão, restam as alienações da Talent à Entre entre junho e setembro de 2019, operações de liquidez que a Acusação atribui à atuação coordenada do controlador e das partes relacionadas, não a ele. Sua função de diretor fiduciário limitava-se à controladoria — verificação de posições, regularidade cadastral e poderes de quem emitia ordens que já chegavam definidas pelos cotistas —, e não se lhe imputa ato próprio de execução; a defesa descreve, ademais, cenário compatível com o de Elisângela Capassi (dificuldade de acesso aos *tokens* das contas dos fundos, ambiente desenhado para dificultar o acesso à informação, ingerência do controlador), e sua saída, atribuída a desalinhamento com a presidência, é coerente com essa narrativa. Ausente demonstração individualizada de ato comissivo apto a configurar dolo de fraude, ou mesmo de conhecimento do esquema, a imputação não se sustenta. Voto por sua absolvição.

(c) Aluizio Honorio Moizinho Junior

117. Aluizio Moizinho foi diretor responsável de 22.11.2019 a 22.6.2020, assumindo efetivamente em 4.12.2019. Sua defesa demonstra, em cotejo com os quadros do TA, que em sua gestão não houve subscrição controvertida nem integralização em ativos; que Talent e Espaço não realizaram negociações secundárias; e que, das operações da Milo, ocorreram no período apenas duas, casadas e de saldo zero (compra e venda de 176.137 cotas a R\$ 15,50, em 26.12.2019, com a própria Sefer por contraparte), e uma terceira (aquisição da Entre, em 31.12.2019, a R\$ 16,40, cotação de fechamento em B3 do dia anterior), em sentido oposto ao *modus operandi* descrito. Promoveu, ademais, auditorias, ajustes na carteira, notificação extrajudicial à MG I, regularização das DFs de 2018, instauração de Comitê de Auditoria e reunião com a CVM para apresentar plano de contingência; e foi destituído pelo controlador em 19.6.2020, data da segunda reunião do Comitê, comunicando o fato à CVM no mesmo dia (1080762; Docs. 3 a 12 à Defesa).

118. Há, pois, incompatibilidade cronológica entre mandato e fatos imputados: o núcleo da fraude consumou-se antes de seu ingresso, e as operações residuais, cujas ordens chegavam à controladoria já definidas, não exibem distorção de preço nem participação sua no comando.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Aluizio Moizinho chegou após o esquema, atuou em sentido oposto a ele e foi afastado justamente quando começou o trabalho de regularização, pelo que deve ser absolvido.

IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

119. Nenhuma das penas que proponho adota o critério de múltiplo do art. 61, III, da RCV 45: os quadros dos §§ 170 e 180 do termo de acusação medem fluxos financeiros, e não vantagens — tanto que atribuem saldo positivo a acusada que operou com prejuízo por cota, e apurar a vantagem efetivamente decorrente do ilícito pressuporia conhecer o valor real dos imóveis integralizados, que não foi apurado nestes autos.¹⁵ Adoto, por isso, para todos os acusados, o critério do art. 61, I, combinado com o art. 63, § 1º, e com o Grupo V do Anexo A da mesma Resolução¹⁶, sem que disso decorra qualquer atenuação do juízo de reprovabilidade.¹⁷

120. **Benjamim Botelho** — pena-base no teto de R\$ 20.000.000,00, como beneficiário final da extração e administrador de fato, a quem se devem a concepção, a direção e a apropriação do resultado do esquema; agravante do art. 65, IV (dano relevante à imagem do mercado de valores mobiliários), de 20%; atenuante do art. 66, II (bons antecedentes do infrator), de 20%; **R\$ 20.000.000,00**.

121. **Sefer** — pena-base no teto de R\$ 20.000.000,00, pela permanência ao longo de todo o arco da operação, pelo papel estrutural de liquidação e por tratar-se de entidade regulada, com função própria no mercado; agravante do art. 65, IV (dano relevante à imagem do mercado de valores mobiliários), de 20%; sem atenuantes; **R\$ 24.000.000,00**.

122. **Jaguar** — pena-base de R\$ 10.000.000,00, por ter servido de veículo à extração, em 32 operações e 4.365.962 cotas alienadas, sem vontade institucional que a distinga de quem a dirigiu; agravante do art. 65, IV, de 20%; atenuante do art. 66, II, de 20%; **R\$ 10.000.000,00**.

¹⁵ No mesmo sentido, afastando os múltiplos quando os valores dos autos não são líquidos e certos ou traduzem fluxo financeiro, e não vantagem ou prejuízo: PAS CVM nº 19957.002835/2022-47, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 29.08.2023; e PAS CVM nº 19957.001124/2021-74, de minha relatoria, j. em 12.12.2023, § 47: “Não há nos autos, porém, suficiente demonstração da mensuração de tais valores ou da metodologia utilizada para encontrá-los (inclusive para elucidar se contemplam dupla contagem em razão de apuração de fluxos financeiros e não de vantagens ou prejuízos), não sendo adequado, portanto, utilizá-los como parâmetro para a fixação de penalidade com a utilização de múltiplos.”.

¹⁶ Precedentes que, afastado o múltiplo, fixam a pena-base pelo Grupo V do Anexo A da RCV 45: PAS CVM nº 19957.001124/2021-74, de minha relatoria, j. em 12.12.2023 (R\$ 20 milhões para cada acusado por operação fraudulenta); PAS CVM nº 19957.011029/2019-64, Dir. Rel. Daniel Maeda, j. 21.5.2024 (R\$ 20 milhões para cada uma das pessoas jurídicas e R\$ 10 milhões para a pessoa natural); e PAS CVM nº 19957.007963/2020-15, de minha relatoria, j. em 10.09.2024 (R\$ 20 milhões para cada acusado de operação fraudulenta).

¹⁷ Assiste razão ao Banco Master em memorial apresentado no dia 4.11 quando requer a consignação da natureza subordinada do crédito decorrente da multa. O art. 11, §15, da Lei 6.385, incluído pela Lei 13.506/2017, dispõe que, em caso de falência, liquidação extrajudicial ou qualquer outra forma de concurso de credores do apenado, os créditos desta Autarquia oriundos da penalidade de multa serão subordinados. A previsão traduz opção deliberada do legislador para a hipótese em que o infrator se encontra sob concurso: a pretensão arrecadatória da CVM cede diante do interesse dos credores da massa, e o crédito de multa desloca-se para a última posição na ordem de pagamento, depois inclusive dos quirografários. A consequência interessa a duas das acusadas, o Banco Master e a Sefer, ambas em liquidação extrajudicial, e responde à objeção que suas defesas opõem à pena pecuniária. A objeção não conduz à exclusão do polo passivo nem à atenuação das penas, porque o legislador não excluiu o crédito, apenas o subordinou; mas a solução que ele próprio ofereceu preserva o interesse invocado, pois a multa só se torna exigível depois de satisfeitos os credores de senioridade superior. Consigno, por isso, que os créditos decorrentes das multas ora aplicadas ao Banco Master e à Sefer ostentam natureza subordinada, nos termos do art. 11, §15, da Lei 6.385, observada essa classificação para todos os fins de habilitação e pagamento nas respectivas liquidações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

123. **Daniel Bueno Vorcaro** — pena-base de R\$ 20.000.000,00, por dirigir simultaneamente duas instituições e, por meio de ambas e em nome próprio, operar no mercado secundário, sendo o denominador comum das duas frentes; agravante do art. 65, IV, de 20%; atenuante do art. 66, II, de 20%; **R\$ 20.000.000,00.**

124. **Banco Master** — pena-base de R\$ 12.500.000,00, por atuar de forma reiterada na etapa secundária do esquema, sustentando o preço que viabilizou o repasse das cotas ao mercado, com participação de maior escala que a dos demais veículos do núcleo; agravante do art. 65, IV, de 20%; atenuante do art. 66, II, de 20%; **R\$ 12.500.000,00.**

125. **Viking** — pena-base de R\$ 10.000.000,00, por ter funcionado como a contraparte que absorveu as cotas da Milo, fechando o circuito dentro do próprio núcleo familiar, e por participação de escala próxima à do Banco Master; agravante do art. 65, IV, de 20%; atenuante do art. 66, II, de 20%; **R\$ 10.000.000,00.**

126. **Henrique Vorcaro** — pena-base de R\$ 20.000.000,00, por dirigir a subscrição viciada e a distribuição das cotas sobreavaliadas, conduta que determinou integralmente a atuação da sociedade; agravante do art. 65, IV, de 20%; atenuante do art. 66, II, de 20%; **R\$ 20.000.000,00.**

127. **Milo** — pena-base de R\$ 20.000.000,00, pela centralidade na subscrição sem contrapartida de R\$ 70.000.000,00, mais da metade da 3ª emissão e na distribuição das cotas no mercado secundário; agravante do art. 65, IV, de 20%; atenuante do art. 66, II, de 20%; **R\$ 20.000.000,00.**

128. **Felipe Vorcaro** — pena-base de R\$ 5.000.000,00, pela condução da capitalização da MG I e da cadeia de laudos que a amparou; agravante do art. 65, IV, de 20%; atenuante do art. 66, II, de 20%; **R\$ 5.000.000,00.**

129. **MGI** — pena-base de R\$ 5.000.000,00, por atuação circunscrita à fase preparatória, integralmente determinada por seu administrador; agravante do art. 65, IV, de 20%; atenuante do art. 66, II, de 20%; **R\$ 5.000.000,00.**

130. **Pedro Barbosa** — pena-base de R\$ 10.000.000,00, por dirigir a integralização em bens amparados em laudos viciados e a subsequente alienação; agravante do art. 65, IV, de 20%; atenuante do art. 66, II, de 20%; **R\$ 10.000.000,00.**

131. **Talent** — pena-base de R\$ 10.000.000,00, pela integralização em bens cuja cadeia de avaliação repousa em laudo repudiado pelo próprio avaliador nele indicado, e pela alienação integral das cotas assim obtidas em cinco meses; agravante do art. 65, IV, de 20%; atenuante do art. 66, II, de 20%; **R\$ 10.000.000,00.**



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

132. **Espaço** — pena-base de R\$ 10.000.000,00, pela subscrição sem contrapartida e alienação integral das cotas assim obtidas em curto intervalo, o que evidencia que a conferência dos imóveis tinha por finalidade a monetização subsequente no mercado secundário; agravante do art. 65, IV, de 20%; atenuante do art. 66, II, de 20%; **R\$ 10.000.000,00**.

133. **Túlio Carneiro Rocha** — pena-base de R\$ 10.000.000,00, por ter concorrido diretamente para a subscrição e para as negociações subsequentes; agravante do art. 65, IV, de 20%; atenuante do art. 66, II, de 20%; **R\$ 10.000.000,00**.

134. **Antônio Carlos Freixo Júnior** — pena-base de R\$ 5.000.000,00, por responder pela interposição da Entre na cadeia de liquidação; agravante do art. 65, IV, de 20%; atenuante do art. 66, II, de 20%; **R\$ 5.000.000,00**.

135. **Entre** — pena-base de R\$ 10.000.000,00, pela atuação no mercado secundário com as demais integrantes do conluio; agravante do art. 65, IV, de 20%; atenuante do art. 66, II, de 20%; **R\$ 10.000.000,00**.

136. **Embaraço à fiscalização**: em linha com precedentes recentes deste Colegiado¹⁸, fixo pena-base de R\$ 200.000,00 para Talent e de mesmo montante para Espaço e de R\$ 100.000,00 para Pedro Barbosa e mesmo montante para Túlio Carneiro; aplica-se a atenuante do art. 66, II, de 20%, e as penas definitivas ficam de R\$ 160 mil e R\$ 80 mil.

(d) Quadro Resumo das Condenações e Absoluções

137. Voto, em síntese, pelas seguintes condenações e absolvições.

• Condenações pela prática de operação fraudulenta:

- (i) Benjamim Botelho de Almeida: multa de R\$ 20.000.000,00;
- (ii) Sefer Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. – Em Liquidação Extrajudicial: multa de R\$ 24.000.000,00;
- (iii) Jaguar Investments Horizon LLC: multa de R\$ 10.000.000,00;
- (iv) Daniel Bueno Vorcaro: multa de R\$ 20.000.000,00;
- (v) Banco Master S/A – Em Liquidação Extrajudicial: multa de R\$ 12.500.000,00;
- (vi) Viking Participações Ltda.: multa de R\$ 10.000.000,00;
- (vii) Henrique Moura Vorcaro: multa de R\$ 20.000.000,00;
- (viii) Milo Investimentos S.A.: multa de R\$ 20.000.000,00;
- (ix) Felipe Cançado Vorcaro: multa de R\$ 5.000.000,00;

¹⁸ Cf. PAS CVM nº 19957.003418/2023-01, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. 20.8.2024 (multas de R\$ 170 mil à pessoa jurídica e de R\$ 85 mil ao administrador, por embaraço à fiscalização); e PAS CVM nº 19957.009206/2018-61, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. 11.4.2023 (R\$ 500 mil).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (x) MGI Desenvolvimento Imobiliário SPE S.A.: multa de R\$ 5.000.000,00;
- (xi) Pedro Henrique Barbosa da Cruz: multa de R\$ 10.000.000,00;
- (xii) Talent Construções S.A.: multa de R\$ 10.000.000,00;
- (xiii) Espaço Engenharia e Construção S.A.: multa de R\$ 10.000.000,00;
- (xiv) Túlio Carneiro Rocha: multa de R\$ 10.000.000,00;
- (xv) Antônio Carlos Freixo Júnior: multa de R\$ 5.000.000,00;
- (xvi) Entre Investimentos e Participações Ltda.: multa de R\$ 10.000.000,00.

• ***Condenações da Sefer Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. - Em Liquidação Extrajudicial pelas demais infrações:***

- (xvii) multa de R\$ 300.000,00 por violação aos arts. 10 e 11, inciso I, da ICVM 476 (diligência e dever da ofertante de prestar informações adequadas);
- (xviii) multa de R\$ 300.000,00, por violação ao art. 3º, I, da ICVM 541 (depósito centralizado);
- (xix) multa de R\$ 100.000,00, por violação ao art. 7º-A da ICVM 476 (prazo de comunicação);
- (xx) multa de R\$ 300.000,00, por violação ao art. 12 da ICVM 472 (aprovação assemblear);
- (xxi) multa de R\$ 300.000,00, por violação ao art. 39, V, “a” e “c”, da ICVM 472 (divulgação tempestiva das DFs).

• ***Condenações por embaraço à fiscalização:***

- (xxii) Talent Construções S.A.: multa de R\$ 160.000,00;
- (xxiii) Pedro Henrique Barbosa da Cruz: multa de R\$ 80.000,00;
- (xxiv) Espaço Engenharia e Construção S.A.: multa de R\$ 160.000,00;
- (xxv) Túlio Carneiro Rocha: multa de R\$ 80.000,00.

• ***Total de Multas:***

- (xxvi) Operação Fraudulenta: R\$ 201.500.000,00;
- (xxvii) Demais infrações da Sefer: R\$ 1.300.000,00;
- (xxviii) Embaraço à Fiscalização: R\$ 480.000,00;
- (xxix) Valor total: R\$ 203.280.000,00.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

• ***Absolvições:***

- (xxx) Elisangela Katia Capassi: absolvição da imputação de operação fraudulenta;
- (xxxi) David João Abdala Júnior: absolvição da imputação de operação fraudulenta;
- (xxxii) Aluizio Honório Moizinho Junior: absolvição da imputação de operação fraudulenta.

Rio de Janeiro, 8 de setembro de 2026

João Accioly

Diretor