



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

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.; Benjamim de Almeida; Elisangela Kátia Capassi; David João Abdala Júnior; Aluizio Honório Moizinho Junior; Banco Master S.A. – Em Liquidação Judicial; 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 Ltda.; Felipe Cançado Vorcaro; Entre Investimentos e Participações Ltda.; Antonio Carlos Freixo Júnior; Jaguar Investments Horizon LLC

Assunto: Apurar a prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979, bem como outras irregularidades relacionadas à 3ª emissão de cotas e às negociações no mercado secundário de cotas do Brazil Realty Fundo de Investimento Imobiliário

Relator: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho as conclusões do voto do Diretor Relator¹, quanto às preliminares e, no mérito, quanto às imputações de infração aos arts. 12, 32, inciso II, e 39, inciso V, alíneas “a” e “c”, da Instrução CVM nº 472/2008, aos arts. 7º-A, 10 e 11, inciso I, da Instrução CVM nº 476/2009, ao art. 3º, inciso I, da Instrução CVM nº 541/2013, bem como de embargo à fiscalização, nos termos do art. 1º, parágrafo único, do Anexo 64 da Instrução CVM nº 607/2019.

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste PAS.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

2. Quanto à imputação de operação fraudulenta, embora igualmente acompanhe as conclusões alcançadas pelo Relator, considero necessário registrar algumas considerações adicionais e ressalvas pontuais na fundamentação, que se mostraram relevantes para o meu convencimento. Em particular, a complexidade da operação fraudulenta ora examinada e a participação de diferentes agentes em etapas distintas do expediente recomendam explicitar algumas premissas acerca da caracterização da fraude ora analisada e, sobretudo, da individualização da responsabilidade de cada um dos acusados.

I. OPERAÇÃO FRAUDULENTE: ELEMENTOS DO TIPO E PREMISSAS PARA SUA CARACTERIZAÇÃO

3. Para orientar o exame das imputações formuladas neste PAS, entendo necessário relembrar, inicialmente, algumas premissas consagradas por esta autarquia acerca dos elementos caracterizadores da operação fraudulenta e dos critérios aplicáveis à individualização da responsabilidade dos diferentes agentes envolvidos em sua execução.

4. Originalmente disciplinada pela Instrução CVM nº 8/1979², a operação fraudulenta integra o conjunto de ilícitos voltados à preservação da integridade do mercado de valores mobiliários e à proteção de seus participantes contra práticas fraudulentas em todas as suas formas. A multiplicidade de estruturas por meio dos quais uma fraude pode ser executada explica a formulação aberta do tipo³, sem que essa amplitude implique menor rigor na demonstração dos elementos necessários à sua caracterização.

² A Instrução CVM nº 8/1979 foi revogada pela Resolução CVM nº 62/2022, em vigor desde 01/02/2022. Editada no contexto do processo de revisão e consolidação dos atos normativos da CVM, a nova regulamentação preservou, sem alteração de mérito, a disciplina das práticas anteriormente previstas na Instrução CVM nº 8/1979, entre elas a operação fraudulenta.

³ A formulação aberta do tipo foi expressamente justificada pela própria CVM na Nota Explicativa CVM nº 14/1979. Ao explicar a edição da Instrução CVM nº 8/1979, esta autarquia ressaltou que a competência conferida pelo art. 18, inciso II, alínea “b”, da Lei nº 6.385/1976 buscava conferir maior flexibilidade à atuação disciplinadora da CVM, permitindo a adaptação das definições adotadas às necessidades reveladas pela prática. Nesse contexto, optou-se por ampliar os conceitos anteriormente constantes da Resolução CMN nº 39/1966 e definir, “de forma propositadamente genérica”, as situações incompatíveis com a regularidade que se pretendia assegurar ao mercado de valores mobiliários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

5. Conforme consolidado pela jurisprudência deste Colegiado⁴, a caracterização do referido ilícito administrativo exige a verificação cumulativa de três elementos: **(i)** a utilização de ardil ou artifício; **(ii)** destinado a induzir ou manter terceiros em erro; e **(iii)** com a intenção de obter vantagem econômica ilícita para si ou para outrem.

6. A aferição desses elementos depende da análise conjunta dos indícios e contraindícios constantes dos autos, justamente porque, pela própria natureza da fraude e dos expedientes usualmente empregados para ocultá-la, nem sempre haverá prova direta de todos os fatos necessários à caracterização do tipo. Dessa forma, a caracterização do ilícito pode estar embasada em **prova indiciária**, desde que os indícios reunidos sejam sérios, consistentes e convergentes e, quando examinados em conjunto, permitam afastar explicações alternativas plausíveis e sustentar, com a segurança exigida no processo sancionador, tanto a ocorrência do ilícito quanto a participação do acusado⁵.

7. Na prática, o **primeiro elemento do tipo** – “a utilização de ardil ou artifício” –, pode assumir diferentes formas, conforme o mecanismo empregado pelo agente para viabilizar a fraude⁶. A jurisprudência deste Colegiado já reconheceu, entre outras hipóteses, a aquisição de ativos superfaturados⁷, o desvio de recursos em relação à utilização ou destinação

⁴ Nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; **(ii)** PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 26/09/2023; **(iii)** PAS CVM nº 19957.007133/2017-92, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 13/08/2019; e **(iv)** PAS CVM nº 10/2014, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 18/06/2019.

⁵ Nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 19957.001450/2022-62, de minha relatoria, j. em 14/10/2025; **(ii)** PAS CVM nº 19957.003549/2018-12, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 31/10/2023; **(iii)** PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 9/2/2021; **(iv)** PAS CVM nº RJ2014/7352, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 16/01/2018; **(v)** PAS CVM nº 11/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21/08/2012; e **(vi)** PAS CVM nº 15/2004, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 04/08/2009.

⁶ Essa diversidade de meios de execução confere à operação fraudulenta contornos particularmente amplos e flexíveis, incompatíveis com uma enumeração exaustiva das condutas capazes de caracterizá-la. Nesse sentido, Nelson Eizirik observa que “o conceito de operação fraudulenta é muito mais amplo e flexível do que os de criação de condições artificiais de demanda e de manipulação”, sendo difícil elencar exemplos de sua prática, “uma vez que a fraude pode se revestir de múltiplas formas” (cf. Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de capitais: regime jurídico*, 4. ed., São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 706).

⁷ Nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 02/2013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22/01/2019; **(ii)** PAS CVM nº RJ2015/2017, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/04/2019; e **(iii)** PAS CVM nº 06/07, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 28/09/2010.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

informada⁸, a falsificação de documentos⁹, a utilização de laudos de avaliação sem substrato econômico¹⁰, dentre outros.

8. No que interessa ao presente PAS, merece especial atenção o emprego de laudos de avaliação adulterados como artil na consecução da fraude. A esse respeito, reconheço que a análise retrospectiva desses documentos sempre exige cautela, pois a elaboração de laudos envolve, por sua própria natureza, escolhas técnicas e juízos prospectivos, cabendo ao avaliador espaço próprio de julgamento e alguma margem de subjetividade na definição das metodologias, premissas e critérios empregados¹¹.

9. **Essa deferência ao julgamento técnico do avaliador, contudo, não torna o laudo imune ao escrutínio da CVM**, sobretudo quando houver indícios de que as premissas ou informações que sustentam a confecção desse documento tenham sido artificialmente construídas ou utilizadas para viabilizar a conduta fraudulenta.

10. Por um lado, a constatação de que um laudo adotou premissas excessivamente otimistas, apresentou projeções econômicas que posteriormente não se confirmaram ou empregou metodologias alternativas não permite, **por si só**, concluir por seu caráter fraudulento. Tais circunstâncias podem, conforme o caso, constituir indícios importantes e integrar a análise do conjunto probatório, mas somente adquirem relevância para a

⁸ PAS CVM nº RJ2014/12081, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 18/06/2019.

⁹ Nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 19957.003680/2021-85, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 30/11/2023; **(ii)** PAS CVM nº RJ2017/02029, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 17/05/2022; e **(iii)** PAS CVM nº 16/2002, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 10/10/2006.

¹⁰ Nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; **(ii)** PAS CVM nº 19957.001921/2020-71, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 12/07/2022; e **(iii)** PAS CVM nº RJ2015/2127, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/04/2019.

¹¹ A esse respeito, vale citar o PAS CVM nº RJ2015/2027, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/04/2019, em que o Colegiado reconheceu que a atividade de precificação envolve escolhas metodológicas e juízos técnicos para os quais a regulamentação não estabelece, necessariamente, uma única solução admissível. O voto condutor ressaltou, nesse sentido, que a CVM deliberadamente não havia definido qual metodologia específica deveria ser empregada em cada situação e que não se pode presumir, a priori, que determinado resultado de precificação seja correto ou incorreto apenas por divergir de outro valor ou metodologia. Cabe à Acusação demonstrar, de forma fundamentada, que as escolhas realizadas se afastaram dos parâmetros técnicos e do padrão de diligência aplicáveis. No caso concreto, inclusive, a expressiva divergência entre o valor obtido pelo modelo de precificação e os preços praticados nas operações não foi considerada suficiente, por si só, para caracterizar falha na avaliação, sobretudo porque havia elementos indicando que os próprios preços de negociação haviam sido artificialmente inflados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

caracterização do ilícito **quando associadas a outros elementos capazes de demonstrar que a avaliação foi concebida ou utilizada como instrumento de fraude.**

11. Situação diversa se verifica quando o conjunto probatório revela, por exemplo, o uso de informações falsas ou artificiais, a adoção de premissas incompatíveis com fatos conhecidos ou outras incongruências voltadas a conferir aparência de fundamento econômico legítimo a determinada valoração, sem que haja qualquer lastro para tal. Nesses casos, o exame realizado por esta autarquia depende menos da presença de outros elementos adjacentes. Em qualquer caso, tal exame **não implica substituir o julgamento profissional do avaliador**, mas apurar a própria função desempenhada pelo laudo na eventual execução de uma fraude.

12. Esse entendimento encontra-se consolidado na jurisprudência deste Colegiado, que, de um lado, reconhece a existência do perímetro de julgamento inerente à elaboração dos laudos de avaliação e, de outro, admite o escrutínio das premissas, informações e critérios empregados na elaboração de tais documentos quando presentes elementos indicativos de erro evidente, artificialidade ou atuação fraudulenta¹².

13. Nesses casos, o exame a ser realizado por esta autarquia não envolve determinar qual metodologia ou premissa teria produzido uma avaliação mais adequada, tampouco reconstruir, *a posteriori*, o valor “correto” do ativo. O que importa é verificar se, à luz das informações disponíveis à época e do conjunto probatório constante dos autos, existem elementos suficientes para concluir que o laudo de avaliação – incluindo as informações e premissas que o alimentaram – **foi artificialmente utilizado para conferir aparência de legitimidade econômica ao expediente fraudulento.**

14. Por sua vez, o **segundo elemento do tipo** refere-se à finalidade do ardis ou artifício empregado pelo agente. Nesse sentido, o expediente deve ser destinado a induzir ou manter

¹² A título exemplificativo, no PAS CVM nº 19957.005983/2019-18, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 10/08/2021, o voto condutor assentou que não cabe às áreas técnicas ou ao Colegiado substituir as escolhas do avaliador simplesmente por reputarem mais adequada metodologia ou premissa diversa. Ressalvou, contudo, que essa deferência encontra limite nas hipóteses em que existam elementos indicativos de fraude, consignando que, “desde que presentes indícios de atuação fraudulenta, as premissas do avaliador e sua discricionariedade não estão fora do alcance do escrutínio do regulador”. No mesmo sentido: (i) PAS CVM nº 19957.006657/2020-61, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 27/02/2024; e (ii) PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

terceiros em erro e, nessa medida, **deve ser apto a produzir, direta ou indiretamente, essa falsa percepção**¹³.

15. Há, portanto, uma relação funcional entre os dois primeiros elementos da operação fraudulenta, de modo que, para a caracterização do ilícito, não basta a existência de um expediente ardiloso em abstrato, sendo necessário que ele seja efetivamente empregado de modo a criar, reforçar ou preservar uma percepção equivocada de terceiros sobre circunstância relevante para a fraude.

16. Essa exigência também delimita o alcance do tipo, uma vez que a mera existência de uma operação economicamente desfavorável, a presença de conflitos de interesses na operação analisada ou mesmo de vantagem expressiva em favor de determinado participante não é suficiente para caracterizar a fraude. Quer dizer, é necessário identificar o recurso enganoso empregado e demonstrar de que maneira ele se destinava a induzir ou manter terceiros em erro¹⁴.

17. Essa noção de “terceiros”, por sua vez, deve ser compreendida de forma **ampla**. Conforme já foi assentado por este Colegiado, os destinatários do expediente fraudulento não se limitam às partes formais da operação, nem se exige que o sujeito que se pretende induzir ou manter em erro coincida necessariamente com aquele que venha a suportar eventual prejuízo patrimonial decorrente da fraude¹⁵.

¹³ Conforme já tive oportunidade de me manifestar, “[o] segundo dos elementos caracterizadores do tipo operação fraudulenta se verifica diante da existência de um agente levado ou mantido em erro – ou a quem se pretenda manter em erro – como consequência, direta ou indireta, do emprego do ardil ou artifício” (PAS CVM nº 19957.000824/2022-22, de minha relatoria, j. em 10/12/2024). No mesmo sentido: PAS CVM nº 19957.009486/2023-75, de minha relatoria, j. em 26/08/2025.

¹⁴ O Colegiado já afastou imputação de operação fraudulenta mesmo diante de circunstâncias objetivamente preocupantes, ao concluir que elas não demonstravam, sem elementos adicionais, a utilização do expediente enganoso exigido pelo tipo. A esse respeito, cf.: PAS CVM nº 19957.010194/2019-07 e nº 19957.010053/2021-09, Dir. Rel. João Accioly, j. em 13/06/2024. Na oportunidade, o Colegiado registrou que uma remuneração acima do mercado, “ainda que abusiva, não constitui a mesma infração que a fraude”, especialmente quando divulgada, pois seria necessário demonstrar o mecanismo enganoso pelo qual a vantagem foi obtida.

¹⁵ Vale mencionar, a esse respeito, o PAS CVM nº 02/2013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22/01/2019, em que se consignou que “o significado de ‘terceiros em erro’ tem alcance intencionalmente amplo e não se confunde com o de ‘partes na operação’ [...] nem a ele se limita”, bem como que a pessoa enganada não precisa necessariamente coincidir com aquela que sofre a lesão patrimonial. No mesmo sentido, no PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 26/09/2023, o Colegiado assentou que “o tipo não traz consigo caracterização específica acerca da natureza do vitimado, de modo que não se pode delimitar a sua identificação apenas às partes da operação, se tratando, portanto, de norma intencionalmente aberta”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

18. Por fim, o **terceiro elemento do tipo** corresponde justamente ao seu elemento subjetivo: o **dolo**, consubstanciado na intenção do agente de obter vantagem econômica indevida para si ou para terceiros, em potencial prejuízo de outrem. A caracterização da operação fraudulenta exige, portanto, que a conduta esteja **conscientemente orientada** à obtenção dessa vantagem ilícita mediante o ardil empregado.

19. Justamente por exigir uma atuação deliberada, a jurisprudência deste Colegiado é pacífica no sentido de que **a operação fraudulenta não admite modalidade culposa**¹⁶. Assim, o ilícito pode se materializar por ação ou por omissão do agente, mas, em qualquer caso, é necessário que a conduta se integre dolosamente ao mecanismo fraudulento.

20. A finalidade patrimonial exigida pelo tipo administrativo tampouco se confunde com a necessidade de sua efetiva concretização para a caracterização da operação fraudulenta. Isso porque trata-se de **ilícito de perigo abstrato**, cuja consumação independe tanto da efetiva indução ou manutenção de terceiros em erro quanto da obtenção da vantagem econômica pretendida. O que se exige é que o ardil seja empregado com esse propósito, bastando, sob esse aspecto, demonstrar que a conduta estava orientada à obtenção de vantagem indevida para o agente ou para terceiro¹⁷.

21. Isso não significa, contudo, que os resultados econômicos verificados em casos de operação fraudulenta sejam completamente irrelevantes. Ganhos e perdas podem constituir elementos probatórios importantes para reconstruir a dinâmica da fraude e aferir o elemento subjetivo, além de, conforme o caso, repercutir diretamente no grau da sanção a ser aplicada. Seu valor é, portanto, indiciário e não conclusivo, de modo que, assim como a obtenção de lucro não demonstra, por si só, a intenção fraudulenta, eventual prejuízo suportado pelo próprio agente tampouco é suficiente para afastá-la¹⁸.

¹⁶ Nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 26/09/2023; **(ii)** PAS CVM nº 19957.007133/2017-92, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 13/08/2019; **(iii)** PAS CVM nº 05/2008, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 13/12/2012; **(iv)** PAS CVM nº 06/2007, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 28/09/2010; **(v)** PAS CVM nº SP2001/0003, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 12/12/2002; e **(vi)** PAS CVM nº 01/1999, Dir. Rel. Marcelo Trindade, j. em 19/12/2001.

¹⁷ Como pude desenvolver no âmbito do PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024.

¹⁸ Nesse sentido, vale mencionar o PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, Dir. Rel. João Accioly, j. em 03/12/2024, no qual se consignou que a vantagem indevida integra o tipo “como resultado pretendido pela



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

22. Essas premissas assumem contornos particulares em operações fraudulentas mais complexas, **cuja execução se desenvolve por meio da atuação coordenada de diversos agentes e da divisão de tarefas entre eles.**

23. Nesses casos, a unidade da fraude não pressupõe que todos pratiquem os mesmos atos, exerçam funções equivalentes ou participem de todas as suas etapas. **Uma mesma operação fraudulenta pode resultar da articulação de atuações distintas e complementares desempenhadas por diferentes agentes, cada qual contribuindo, em medida própria, para a execução do esquema destinado à obtenção da vantagem ilícita¹⁹.**

24. Em razão disso, a eventual incidência de sanção administrativa não se restringe apenas a quem idealizou a fraude ou praticou diretamente o ato que mais imediatamente se aproxima do núcleo do tipo. Pode alcançar também aquele que, de forma consciente e voluntária, desempenhou função mais circunscrita, mas prestou contribuição necessária à execução ou concretização da operação²⁰. Até porque, restringir a incidência do tipo ao idealizador do esquema ou àquele que praticou os atos mais ostensivos poderia transformar a divisão de tarefas em fator de imunização dos demais agentes que, detentores ou conhecedores do intuito fraudulento maior, contribuíram conscientemente para sua concretização. **A proteção da higidez e da integridade do mercado de capitais exige que a responsabilização possa alcançar todos aqueles que efetivamente aderiram à atuação fraudulenta, ainda que em graus e funções distintos.**

conduta” e que, embora sua efetiva obtenção não seja necessária para a consumação da infração, sua ocorrência constitui elemento relevante para a compreensão dos fatos, especialmente para a aferição do dolo e para a dosimetria da sanção.

¹⁹ Essa compreensão foi adotada, com clareza, no PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 26/09/2023. Naquele caso, embora a acusação tivesse individualizado diferentes expedientes empregados no âmbito da gestão de um fundo, o Colegiado considerou que as condutas haviam sido praticadas, em sua maioria, pelo mesmo grupo de pessoas, ao longo do mesmo período, mediante diferentes ardis e no contexto de uma mesma estrutura. Em razão dessa conexão subjetiva, temporal e funcional, entendeu-se que deveriam ser tratadas e apenadas como uma única operação fraudulenta.

²⁰ Nesse sentido, a então Diretora Flávia Perlingeiro, em manifestação de voto no PAS CVM nº 19957.003549/2018-12, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 31/10/2023, reconheceu que a atuação sancionadora da CVM pode alcançar tanto quem realiza diretamente a conduta descrita no tipo quanto quem, embora não execute seu núcleo, pratica “ação acessória relevante à repercussão da infração administrativa”, desde que tenha contribuído consciente e voluntariamente para a irregularidade, na medida de sua culpabilidade. Em linha semelhante, no PAS CVM nº 19957.001450/2022-62, de minha relatoria, j. em 14/10/2025, reconheci a responsabilização conjunta de agentes que desempenharam funções distintas, porém complementares, na operação. No caso, enquanto um deles conduzia diretamente as operações, o outro atuava na captação e no convencimento dos investidores e participou dos primeiros anos de execução do esquema.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

25. Não obstante, reconhecer que participantes com funções distintas em grandes operações fraudulentas podem responder pela consecução de uma mesma fraude impõe delimitar o grau de conhecimento necessário para afirmar a adesão dolosa de cada um ao ilícito. Em estruturas dessa natureza, não se exige que o agente conheça exaustivamente todas as etapas da fraude, todos os atos praticados pelos demais participantes, os documentos utilizados ou a extensão exata da vantagem pretendida. É possível que o agente conheça apenas parte de seus contornos e, ainda assim, compreenda suficientemente a natureza fraudulenta da estrutura e o significado de sua própria contribuição.

26. É justamente em razão disso que a **diferença entre dolo e culpa** assume particular relevância em casos envolvendo fraudes compostas pela atuação coordenada de vários agentes. Deixar de identificar uma irregularidade que deveria ter sido percebida, exercer de forma deficiente determinada atividade de supervisão ou mesmo agir com grave negligência são comportamentos qualitativamente distintos de atuar com conhecimento dos elementos que conferem caráter fraudulento à operação e, conscientemente, contribuir para sua execução.

27. Entre deixar de perceber aquilo que, à luz dos deveres aplicáveis, deveria ter sido identificado, e conhecer as circunstâncias que revelam a natureza fraudulenta do expediente e deliberadamente tomar parte em sua realização, há diferença juridicamente decisiva. Enquanto a primeira situação pode, conforme o caso, caracterizar violação de dever de diligência ou outro ilícito culposo, somente a segunda pode satisfazer o elemento subjetivo exigido para a caracterização da operação fraudulenta²¹.

28. As considerações expostas acima, todavia, dizem respeito à possibilidade de responsabilização de vários agentes que tenham contribuído, em diferentes medidas, para a

²¹ Essa distinção foi explorada no PAS CVM nº 19957.006657/2020-61, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 27/02/2024. Naquele caso, a acusação atribuía a administradora fiduciária e gestora de determinados FIPs, postura omissiva diante de supostas inconsistências na estruturação de investimentos e nos estudos que os embasavam, sustentando que essa omissão teria contribuído para operações fraudulentas. O voto condutor ressaltou, contudo, que a imputação em julgamento não dizia respeito ao eventual descumprimento dos deveres fiduciários da administradora, mas à prática de operação fraudulenta, de modo que não seria possível transpor automaticamente uma possível falta de diligência para o campo da fraude. A partir disso, concluiu-se que a eventual falta de diligência da acusada ao não revisar ou criticar estudos elaborados por terceiros não poderia, sem outros elementos, ser interpretada como ardil ou artifício. Em outras passagens, o Relator igualmente destacou que **seria necessário demonstrar que a atuação dos acusados havia extrapolado os limites da negligência e passado a integrar conscientemente o mecanismo fraudulento**, circunstância que não se comprovou nos autos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

consecução de uma mesma fraude, mas não implica que todos os participantes devam necessariamente receber o mesmo grau de censura. A extensão da participação, a centralidade da atuação e o grau de culpabilidade podem variar substancialmente entre os envolvidos e, como não poderia ser diferente, **devem ser considerados na individualização da eventual resposta sancionadora a ser dada por esta autarquia.**

29. Naturalmente, essa avaliação deve ser realizada à luz das circunstâncias concretas de cada caso²². Entre os elementos que podem assumir relevância para tanto é possível citar, por exemplo: **(i)** a participação do agente na concepção do esquema; **(ii)** a duração e a continuidade de sua atuação; **(iii)** o grau de autonomia decisória; **(iv)** a natureza e a relevância dos atos que praticou; **(v)** sua capacidade de influenciar ou viabilizar a operação; **(vi)** o nível de conhecimento que detinha acerca de suas diferentes etapas; e, quando pertinente, **(vii)** a vantagem que obteve ou pretendia proporcionar.

30. Ainda que tais circunstâncias não constituam critérios rígidos ou cumulativos, em teoria, elas permitem aferir a posição efetivamente ocupada por cada participante na fraude e, a partir disso, avaliar o grau da sanção aplicável.

31. Por outro lado, a necessidade de individualização da responsabilidade de cada agente em grandes operações fraudulentas demanda cautela na utilização de elementos circunstanciais destinados a demonstrar a própria existência de uma atuação coordenada. A

²² A jurisprudência deste Colegiado ilustra essa análise casuística. A critério exemplificativo, no PAS CVM nº 19957.007133/2017-92, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 13/08/2019, ressaltou-se expressamente que “o grau de envolvimento” de cada acusado deveria ser considerado na aferição de sua culpabilidade e na individualização das penalidades. Nesse sentido: “A prevalecer a visão dos acusados, estaria sendo criada uma indevida proteção a empregados envolvidos em operações fraudulentas juntamente com seus superiores hierárquicos, valendo aqui o mesmo esclarecimento feito acima sobre os destinatários da Instrução CVM nº 08/1979. Afinal, a existência de eventual subordinação não autoriza a prática de fraudes no âmbito do mercado de capitais. No caso de Lizete da Conceição, não se pode deixar de notar que a defendente demonstra a seu superior hierárquico estar incomodada com sua participação no esquema engendrado, justamente por saber se tratar de conduta irregular – e no entanto se satisfaz com apenas um ajuste: o uso da senha de Carlos Fraga para executar as operações, como se isso pudesse ter o condão de tornar sua conduta aceitável. Não obstante a presente conclusão pela possibilidade de Lizete da Conceição e Robson Salgueiro serem acusados e condenados pela prática de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários, vale a ressalva de que **o grau de envolvimento das pessoas ora acusadas nas ilicitudes identificadas, analogamente ao que ocorre na esfera penal quando há concurso de agentes, será levado em consideração no momento da aferição de sua culpabilidade e, por conseguinte, na individualização e fixação das penalidades pelo Colegiado.**” (grifos meus). De maneira similar, no PAS CVM nº 19957.001450/2022-62 (de minha relatoria, j. em 14/10/2025), a distinta extensão da participação dos dois acusados – um deles protagonista da condução das operações e o outro responsável por funções relevantes, porém mais circunscritas, especialmente na captação e convencimento dos investidores para fraude – repercutiu diretamente na fixação das penas-base.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

coordenação entre os participantes pode ser inferida do conjunto circunstancial – inclusive da dinâmica, complexidade e sincronia das operações, das relações existentes entre os agentes e da complementaridade das funções por eles desempenhadas²³ –, mas a mera inserção em determinada dinâmica não é suficiente para estabelecer ou afastar a responsabilidade²⁴.

32. Considerações semelhantes se aplicam às posições formais ocupadas pelos agentes que integram uma estrutura que se mostre instrumental à realização da operação fraudulenta, seja na condição de representante ou gestor de pessoa jurídica, seja em outra posição que lhes confira influência sobre sua atuação. A condição de administrador, diretor responsável ou beneficiário final de determinada entidade pode, conforme o caso, constituir elemento relevante para reconstruir o contexto fático e, mais precisamente, para apurar as atribuições exercidas, o acesso a informações, o poder de decisão e os incentivos econômicos existentes. **Todavia, nenhuma dessas circunstâncias, isoladamente, permite concluir pela participação dolosa em operação fraudulenta.** A responsabilização continua a exigir demonstração concreta de que o acusado conhecia suficientemente a natureza fraudulenta da operação e contribuiu, de forma consciente, para sua execução.

33. No caso dos **diretores responsáveis**, essa cautela é particularmente relevante. Como já tive a oportunidade de me manifestar²⁵, a individualização da conduta de diretores responsáveis deve ser examinada levando em consideração que a regulamentação os constitui como centros de imputação de determinados deveres de organização, supervisão e controle²⁶.

²³ Nesse sentido, vale mencionar o entendimento manifestado pelo Colegiado no âmbito do PAS CVM nº 02/2013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22/01/2019, no qual a atuação coordenada dos acusados foi inferida, entre outros elementos, das relações anteriormente existentes entre eles e da peculiar dinâmica, complexidade e sincronia das operações, circunstâncias que permitiram concluir que atuaram de maneira orquestrada e cientes dos vícios dos ativos envolvidos.

²⁴ Conforme o disposto no julgamento do PAS CVM nº 19957.007133/2017-92, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 13/08/2019. No referido precedente, o Colegiado afastou a tese de que a existência de subordinação hierárquica pudesse, por si só, excluir a responsabilidade de empregados que conscientemente participassem de operação fraudulenta, ressaltando, ao mesmo tempo, que o grau de envolvimento de cada acusado deveria ser considerado na aferição de sua culpabilidade e na individualização das penalidades.

²⁵ Nesse sentido: PAS CVM nº 19957.005213/2021-90, de minha relatoria, j. em 06/08/2024; e PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024.

²⁶ A esse respeito: “A construção desses núcleos de imputabilidade é uma estratégia legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas dos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, proveniente da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição” (PAS CVM nº RJ2010/13301, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 23/10/2012). No mesmo sentido: “A lógica de se estabelecer focos de responsabilização



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Essa técnica jurídica não estabelece responsabilidade objetiva nem torna o diretor garantidor universal de todas as atividades da instituição. Ela concentra, em pessoa expressamente designada, o dever de estabelecer e/ou manter estruturas e procedimentos razoavelmente aptos a assegurar o cumprimento da regulamentação aplicável à atividade sob sua responsabilidade²⁷.

34. Nesse sentido, em casos envolvendo operações fraudulentas, a vinculação do diretor responsável ao ilícito deve ser extraída do conjunto de elementos que revelem sua participação concreta no mecanismo empregado. Nesse exame, podem assumir relevância não apenas as atribuições e os poderes inerentes à posição ocupada, mas também sua efetiva participação nas decisões que deram origem ou viabilizaram a operação, as ordens ou instruções por ele emitidas, sua atuação na movimentação ou destinação dos recursos envolvidos, eventual contribuição para a produção ou divulgação de informações destinadas a conferir aparência de regularidade à operação e, ainda, os benefícios que tenha direta ou indiretamente recebido. O ponto central, portanto, consiste em verificar se esses elementos, considerados em conjunto, permitem associar o administrador aos atos de concepção, viabilização, execução ou ocultação da fraude e demonstrar que sua atuação se deu com conhecimento suficiente de sua natureza ilícita²⁸.

– diretores responsáveis por atividades específicas – é a de criar não apenas centros de imputação de responsabilidades, de modo que estas não fiquem sempre diluídas na pessoa jurídica, mas também a de, com isso, criar estímulos para a conduta diligente – ou protetiva – dos administradores designados para aquelas funções” (PAS CVM nº RJ2010/9129, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 09/08/2011).

²⁷ Nesse sentido: “A responsabilização dos centros de imputação muitas vezes prescinde da individualização específica da conduta. Essa estratégia, porém, está longe do instituto da responsabilidade objetiva, em que a avaliação da culpa ou do dolo do indivíduo é dispensável. O diretor responsável sempre pode comprovar que promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos foram satisfatoriamente implementados e o diretor provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade do diretor” (PAS CVM nº 08/2004, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 06/12/2012). No mesmo sentido: “[...] a responsabilidade do diretor responsável não é objetiva nem solidária ao da sociedade gestora. Ao reverso, afigura-se pessoal e subjetiva, pois o diretor responde apenas nos limites da sua culpa, não sendo passível de punição caso reste demonstrado nos autos que tenha adotado as providências cabíveis para evitar a produção da irregularidade” (PAS CVM nº RJ2015/12087, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24/07/2018).

²⁸ A esse respeito, vale mencionar o entendimento que vigorou no julgamento dos PAS CVM nº 19957.003484/2020-20 e nº 19957.012344/2022-12 (ambos de minha relatoria, j. em 27/08/2024). Nesses precedentes, a responsabilização do administrador foi construída a partir da conjugação entre sua posição central na estrutura societária e elementos concretos que o vinculavam à execução da fraude, inclusive a concentração das funções de administração e a destinação, em seu favor, de parte dos recursos captados, em contexto no qual também se verificaram outros expedientes destinados a conferir aparência de regularidade à atividade. No mesmo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

35. Estabelecidas essas premissas, passo a tecer algumas considerações complementares à fundamentação apresentada pelo Diretor Relator. Inicialmente, examinarei, em perspectiva mais ampla, a estrutura da operação fraudulenta aqui considerada. Na sequência, tratarei da participação dos acusados, destacando os aspectos que, a meu ver, merecem complementação, ressalva ou discordância em relação aos fundamentos ou conclusões adotados pelo Relator.

II. CONSIDERAÇÕES COMPLEMENTARES SOBRE A ESTRUTURA DA OPERAÇÃO FRAUDULENTE NO CASO CONCRETO

36. À luz das premissas anteriormente expostas, e partindo da reconstrução dos fatos já desenvolvida pelo Diretor Relator, a questão central para a caracterização da operação fraudulenta neste PAS não consiste em verificar se a atuação de cada acusado, isoladamente considerada, reúne todos os elementos do tipo. **O que importa é determinar se condutas de natureza distinta se articularam funcionalmente na execução de uma única operação fraudulenta.**

37. Essa distinção é fundamental para a análise da situação em tela e, a meu ver, **merece ser reforçada para que não subsistam dúvidas quanto à unidade da operação fraudulenta ora analisada.**

38. Em síntese, essa unidade se torna particularmente clara no caso concreto quando a operação é examinada a partir das três etapas que a compuseram:

- i) a subscrição e a integralização das cotas da 3ª emissão do Brazil Realty FII (“Fundo” e “3ª Emissão”, respectivamente);
- ii) a absorção dessas cotas no mercado secundário, mediante a atuação de contrapartes que conferiram liquidez às posições constituídas pelos subscritores; e
- iii) a posterior venda das cotas até investidores finais que não integravam a operação fraudulenta.

sentido, vale citar o PAS CVM nº 19957.000824/2022-22 (de minha relatoria, j. em 10/12/2024), em que a responsabilização da diretora responsável pela administração de carteiras não decorreu apenas da posição formal ocupada, mas da demonstração de sua participação direta nas decisões de investimento que viabilizaram a operação fraudulenta, incluindo resgates, aplicações realizadas em desrespeito às restrições impostas pelos cotistas e movimentações que não se materializaram economicamente tal como registradas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

39. A **primeira etapa da fraude** consistiu na formação das posições no Fundo cujas cotas correspondentes posteriormente seriam colocadas em circulação. Nesse contexto, dos R\$139.100.557,50 captados pela 3ª Emissão até 31/03/2020, R\$109.047.557,50 foram integralizados com ativos aportados pela Talent Construções S.A., pela Espaço Engenharia e Construção S.A. e pela Milo Investimentos S.A., nos seguintes termos:

- i) a Talent, representada por Pedro Henrique Barbosa da Cruz, entregou ações da Brasil Realty Empreendimentos S.A. (“Brasil Realty”), cujo valor se apoiava em uma cadeia de avaliações que apresentava vícios, inclusive em razão da utilização de laudo cuja autoria foi negada pela empresa à qual era atribuído;
- ii) a Espaço, representada por Túlio Carneiro Rocha, utilizou 50 lotes situados em Nova Lima/MG como se estes estivessem aptos a integrar o patrimônio do Fundo, embora a documentação registral não comprovasse a transferência dominial necessária para tanto; e
- iii) a Milo, dirigida por Henrique Moura Vorcara, empregou cotas da MG I Desenvolvimento Imobiliário SPE Ltda., sociedade dirigida por Felipe Cançado Vorcara, cujo valor decorria da integralização de ações da MG II avaliadas em R\$146,6 milhões com base em laudo sem assinatura ou identificação do avaliador e, por sua vez, fundamentado em avaliação imobiliária marcada por inconsistências relevantes.

40. Embora os expedientes empregados pelos três subscritores fossem distintos, todos convergiram para o mesmo resultado: ativos que, por motivos diferentes, apresentavam vícios relevantes em sua situação econômica ou jurídica foram utilizados para integralizar cotas do Fundo, fazendo com que esses vícios se projetassem sobre as posições constituídas no âmbito da 3ª Emissão.

41. Nessa conjuntura, a Sefer Investimentos DTVM Ltda., na qualidade de administradora fiduciária do Fundo e intermediária líder da 3ª Emissão, participou diretamente da formalização das integralizações por meio das quais essas posições foram constituídas no Fundo. Há, ainda, elementos que indicam a participação direta de Benjamim Botelho de Almeida na forma pela qual a própria Sefer conduziu essa etapa da operação, inclusive



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

mediante influência sobre a atuação da instituição e de seus diretores responsáveis. Os contornos dessa participação serão examinados com maior detalhe adiante, quando da análise de sua responsabilidade individual.

42. Por sua vez, a **segunda etapa da fraude** correspondeu às negociações realizadas pelos subscritores com as cotas recebidas na 3ª Emissão. A sequência dessas operações é especialmente reveladora da função desempenhada pelos diferentes participantes na circulação de tais ativos no mercado secundário²⁹.

43. No caso da Talent, a totalidade das cotas recebidas na 3ª Emissão foi alienada à Entre Investimentos e Participações Ltda., sociedade administrada por Antonio Carlos Freixo Júnior, por meio de nove operações realizadas ao longo de aproximadamente cinco meses. A primeira delas ocorreu já no dia seguinte à subscrição, quando a Entre adquiriu R\$15 milhões em cotas do Fundo.

44. Padrão semelhante se observa em relação à Espaço, que alienou parcelas de sua posição no Fundo em operações intermediadas pela Sefer – atuando por conta e ordem de clientes investidores – e que, posteriormente, vendeu as cotas remanescentes à Entre, zerando sua posição aproximadamente cinco meses após a subscrição.

45. A Milo também começou a se desfazer de sua posição em curto intervalo, alienando cotas do Fundo à Viking Participações Ltda. apenas cinco dias depois da subscrição e realizando, posteriormente, novas vendas relevantes à mesma sociedade. Ao longo do período examinado, efetuou 14 operações de venda, também envolvendo a Entre e determinados fundos de investimento, e alienou, ao todo, aproximadamente 7,2 milhões de cotas do Fundo. Embora não tenha zerado integralmente sua posição, ao final do período restavam aproximadamente 102,6 mil cotas sob sua titularidade.

46. É nesse contexto que as atuações da Entre e da Sefer assumem especial relevância. Enquanto a Entre realizou 177 operações com cotas do Fundo no período examinado, adquirindo aproximadamente R\$350,7 milhões e vendendo cerca de R\$358,4 milhões, a Sefer intermediava negociações realizadas por conta e ordem de seus clientes, figurando

²⁹ Conforme se extrai da planilha de negociações no mercado secundário elaborada pela Acusação (doc. nº 1138408).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

formalmente como contraparte dessas operações. Com efeito, por mecanismos distintos, ambas se inseriam justamente no ponto em que as posições constituídas na 3ª Emissão precisavam encontrar saída no mercado secundário, contribuindo para sua circulação e para o escoamento das cotas do Fundo recebidas pelos subscritores.

47. Essa atuação convergente ganha, ainda, especial relevância quando considerada à luz da estrutura societária que ligava as duas entidades. A FG Participações S.A. (“FG Participações”), integralmente controlada por Benjamim Botelho de Almeida, detinha 70% do capital social da Entre e, por intermédio da Foco Participações Ltda. (“Foco Participações”), também controlava a Sefer. Ainda que o vínculo societário não demonstre que as operações da Entre fossem necessariamente determinadas por Benjamim – sobretudo porque, a rigor, sua administração cabia a Antonio Carlos Freixo Júnior –, tal fato reforça a conclusão de que as duas sociedades estavam inseridas em uma estrutura societária comum e desempenhavam funções complementares na mesma etapa da operação.

48. O conjunto revela, assim, uma estrutura organizada de escoamento das posições formadas na 3ª Emissão. Em intervalos muito curtos, os subscritores encontraram compradores, intermediários e sociedades relacionadas capazes de dar sequência às vendas das cotas do Fundo no mercado secundário. A recorrência desses agentes justamente nos pontos em que as posições precisavam deixar a esfera dos subscritores confere ao encadeamento um significado que dificilmente se explica pela simples soma de negócios independentes.

49. Por fim, a **terceira etapa da fraude** correspondeu à transferência das posições, já colocadas em circulação, para outros investidores. Nessa etapa, o ponto relevante é que a liquidez proporcionada anteriormente permitiu que as posições originalmente mantidas no Fundo pelos subscritores deixassem a esfera dos agentes envolvidos na própria estrutura fraudulenta e alcançassem o público investidor. Nesse contexto, as cotas adquiridas pela Entre foram posteriormente revendidas, enquanto a atuação da Sefer igualmente contribuiu para a circulação das cotas entre diferentes contrapartes, de modo que, por vias distintas, ambas contribuíram para a transferência das posições a investidores externos.

50. A esse respeito, a reconstrução do destino das cotas negociadas entre outubro de 2018 e março de 2020 revela, ainda, um contraste relevante. A maioria dos fundos identificados



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

pela Acusação como investidores finais havia realizado negócios com **prejuízo** ou ainda permanecia com cotas do Fundo em carteira, sendo que, à época em que o Termo de Acusação foi lavrado, as perdas já concretizadas alcançavam R\$5.835.052,93³⁰. Em sentido oposto, Banco Master S.A., Viking Participações Ltda. e Jaguar Investments Horizon LLC encerraram o período com **resultados positivos** nas operações examinadas³¹.

51. A atuação da Jaguar é particularmente ilustrativa desse contraste. A referida sociedade realizou 32 operações com cotas do Fundo, adquirindo aproximadamente 5,17 milhões de cotas, por R\$68,7 milhões, e alienando cerca de 4,37 milhões de cotas, por R\$65 milhões, com resultado positivo de aproximadamente R\$7 milhões³². Mais importante do que o resultado econômico, contudo, é o reconhecimento que a Jaguar não atuava como um investidor estranho às relações anteriormente descritas, pois, conforme será detalhado a seguir, suas ordens de compra e venda eram diretamente emitidas por Benjamim Botelho de Almeida, que integrava a administração do veículo controlador da entidade³³.

52. Ainda que, como exposto na Seção I, a obtenção de lucro e a concretização de prejuízo não constituam pressupostos para a consumação da operação fraudulenta, a direção assumida pelos fluxos econômicos delineados acima não pode ser simplesmente abstraída da análise ora realizada. No caso, investidores externos concentraram perdas ou permaneceram expostos às cotas, enquanto determinados agentes vinculados à estrutura obtiveram resultados positivos.

53. Esse dado ganha especial relevância quando considerado em conjunto com as relações existentes entre os participantes:

- i) **Benjamim Botelho de Almeida** era o único acionista da FG Participações³⁴; a referida sociedade, por sua vez, detinha 70% do capital da Entre³⁵ e, por intermédio da Foco Participações, controlava a Sefer³⁶. Benjamim era, ainda, o beneficiário final da Jaguar

³⁰ Doc. nº 1138405.

³¹ Doc. nº 1252757, §180.

³² Dados das negociações constantes do doc. nº 1138408.

³³ Doc. nº 1522519, §73.

³⁴ Doc. nº 1125288

³⁵ Doc. nº 1571239.

³⁶ Doc. nº 1125285.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

no Brasil³⁷, além de integrar a administração da Centara Multimarket Fund SPC, controladora da Jaguar³⁸;

- ii) **Antonio Carlos Freixo Júnior** fundou a Entre e declarou administrá-la desde 2018, sem compartilhar essas atividades com outras pessoas³⁹. Antonio também integrou a administração da FG Participações⁴⁰, situando-se, portanto, simultaneamente na administração da sociedade que negociava as cotas e na estrutura societária que conectava a Entre à controladora da Sefer;
- iii) **Daniel Bueno Vercaro** era diretor do Banco Master, então Banco Máxima⁴¹, e sócio-administrador da Viking⁴². Antes disso, integrou a administração da Brasil Realty entre 29/10/2015 e 28/03/2018⁴³, sociedade cujas ações seriam posteriormente utilizadas pela Talent na subscrição da 3ª Emissão;
- iv) **Henrique Moura Vercaro**, pai de Daniel, era o diretor responsável pela Milo⁴⁴;
- v) **N.B.V.Z.**, irmã de Daniel, também integrava a administração da Milo⁴⁵, sociedade que realizou a subscrição de R\$70 milhões mediante a entrega de cotas da MGI;
- vi) **Felipe Cançado Vercaro**, primo de Daniel, era o responsável pela MGI⁴⁶. A MGI, por sua vez, constituiu o elo societário pelo qual as ações da MG II foram convertidas nas cotas posteriormente utilizadas pela Milo na subscrição do Fundo⁴⁷; e

³⁷ A condição de Benjamim como beneficiário final da Jaguar no Brasil foi expressamente afirmada pela Acusação, posteriormente adotada pelo Diretor Relator e não foi objeto de impugnação específica pela defesa. Diante da ausência de controvérsia a esse respeito, adoto igualmente essa premissa para fins da presente análise, sem, contudo, atribuir-lhe caráter autônomo ou indispensável à responsabilização dos acusados. Ainda que se desconsiderasse essa qualificação, a conclusão alcançada permaneceria inalterada diante dos demais elementos diretamente relacionados aos fatos imputados, em especial a posição de Benjamim na administração da estrutura controladora da Jaguar e sua participação direta na formação e execução das decisões negociais da entidade, aspecto que será examinado com maior detalhe adiante.

³⁸ Doc. nº 1522519, §73.

³⁹ Doc. nº 1522540, §§25-26.

⁴⁰ Doc. nº 1522519, §70.

⁴¹ Doc. nº 1252757, §188.

⁴² Doc. nº 1125777.

⁴³ Doc. nº 1094134.

⁴⁴ Docs. nº 1125702 e nº 1125704.

⁴⁵ Doc. nº 1252757, §188.

⁴⁶ Doc. nº 1125782.

⁴⁷ Doc. nº 1138403.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

vii) **Pedro Henrique Barbosa da Cruz** era diretor da Talent e da SPE Medical Tower⁴⁸, sociedade cujas ações foram utilizadas pela Talent para adquirir as ações da Brasil Realty posteriormente entregues ao Fundo. Pedro também integrava a administração da WWS Holding, outra companhia investida pelo Fundo⁴⁹, e passou a integrar a administração da própria Brasil Realty a partir de 30/08/2019⁵⁰.

54. Para os fins da análise ora realizada, a relevância desses vínculos não está em sua simples existência, mas no fato de que eles reaparecem, com notável consistência, em cada etapa necessária ao funcionamento da operação. Os mesmos núcleos societários e pessoais estão presentes na formação dos ativos, na formalização das integralizações, na circulação das cotas e em sua posterior transferência a terceiros.

55. Diante dessa recorrência, da proximidade temporal das operações e da complementaridade das funções desempenhadas pelos acusados, **a hipótese de uma sucessão fortuita de negócios independentes se torna pouco plausível**. Sustentá-la exigiria não apenas fragmentar artificialmente os fatos, mas também ignorar deliberadamente as conexões que explicam por que operações formalmente distintas convergiram, em sequência, para um mesmo *modus operandi*. É justamente a partir da recomposição do quadro fático que se descortina a finalidade unitária da operação ora analisada.

56. Essa compreensão do conjunto também permite esclarecer que a unidade de uma operação fraudulenta marcada pela atuação de diferentes agentes não exige a reprodução do mesmo ardil em cada uma de suas etapas. No caso concreto, os expedientes empregados na formação e na incorporação dos ativos utilizados na 3ª Emissão não se esgotaram nos documentos, avaliações ou atos de integralização em que inicialmente se manifestaram. Como visto, uma vez utilizados para sustentar os valores pelos quais esses ativos ingressaram no patrimônio do Fundo, seus efeitos econômicos passaram a se projetar sobre as cotas emitidas e, por meio de sua posterior circulação, sobre os terceiros que vieram a adquiri-las.

57. Por essa razão, tampouco é necessário qualificar cada operação realizada no mercado secundário como novo ardil autônomo, pois comprar, vender ou proporcionar liquidez a

⁴⁸ Doc. nº 1252757, §190.

⁴⁹ Doc. nº 0899614.

⁵⁰ Doc. nº 1094134.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

valores mobiliários são, em si, condutas lícitas. Examiná-las fora do contexto em que se inseriram, contudo, significaria perder de vista a função que desempenharam na sequência dos fatos e, com isso, obscurecer a própria lógica da operação.

58. Do mesmo modo, a unidade da fraude ora analisada não pressupõe a identificação de um único arquiteto, nem que todos os participantes tenham conhecido ou previamente acordado cada detalhe de sua execução. Como exposto na Seção I, operações fraudulentas complexas podem ser executadas mediante divisão de funções e graus distintos de participação. É o que se verifica no presente caso, em que alguns agentes atuaram na formação e incorporação dos ativos, outros viabilizaram sua formalização no Fundo, outros proporcionaram liquidez às cotas e outros participaram de sua circulação subsequente. A heterogeneidade dessas atuações, portanto, não enfraquece a unidade do mecanismo – ela é precisamente o que explica a forma pela qual ele pôde ser executado.

59. Também não é necessário identificar, na situação em tela, um investidor determinado que tenha sido efetivamente enganado, muito menos estabelecer correspondência exata entre cada vantagem obtida e um prejuízo específico, conforme assentado na Seção I. O terceiro induzido ou mantido em erro não precisa coincidir com aquele que eventualmente suportou a perda patrimonial, e a vantagem pretendida sequer precisa se concretizar para que a infração alcance a consumação.

60. **A partir dessas considerações, acompanho o Diretor Relator quanto à existência de uma única operação fraudulenta, desenvolvida em três etapas funcionalmente complementares e orientadas à mesma finalidade econômica.**

61. Essa conclusão, contudo, não autoriza presumir a responsabilidade de todos aqueles que participaram de qualquer etapa do esquema em questão. Como ressaltado na Seção I, a mera participação no estratagema por meio do qual a fraude é perpetrada, assim como a posição societária ou funcional ocupada pelo agente em entidade que atuou para tanto, não basta para demonstrar sua adesão dolosa. A responsabilização exige verificar, individualmente, se os elementos dos autos demonstram que o acusado conhecia as características essenciais da fraude, compreendia a função desempenhada por sua própria atuação e a orientou deliberadamente à execução do expediente e à obtenção da vantagem ilícita.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

62. É sob essa perspectiva, e apenas nos pontos em que entendo cabíveis complementações, ressalvas ou discordâncias com relação à fundamentação ou às conclusões do Diretor Relator, que passo ao exame das condutas de cada acusado.

III. A PARTICIPAÇÃO DOS ACUSADOS NA OPERAÇÃO FRAUDULENTA

Talent Construções S.A. e Pedro Henrique Barbosa da Cruz

63. Acompanho o Diretor Relator quanto à responsabilização da Talent Construções S.A. e de Pedro Henrique Barbosa da Cruz pela prática de operação fraudulenta.

64. No que se refere à condenação da Talent, o Diretor Relator inicia sua análise registrando que a companhia recebeu 2.360.162 cotas do Brazil Realty FII em troca de 1.909.000 ações da Brasil Realty Empreendimentos S.A., às quais foi atribuído o valor de aproximadamente R\$28,7 milhões. Destaca, ainda, que, no dia seguinte à subscrição, a Talent alienou R\$15 milhões em cotas à Entre, por preço unitário 22,2% superior ao da subscrição, e que, ao longo de cinco meses, as alienações realizadas pela referida acusada somaram aproximadamente R\$34,7 milhões, resultando em ganhos de cerca de R\$ 6 milhões.

65. Especificamente quanto à precificação das ações da Brazil Realty utilizadas na integralização, o Diretor Relator destaca que ela se apoiou em uma cadeia de avaliações cuja base era um laudo atribuído à Pedrosa Consultores⁵¹. O próprio avaliador, contudo, negou categoricamente a autoria do documento, classificou-o como fraudulento, e registrou boletim de ocorrência a esse respeito⁵². Ocorre que, foi justamente esse laudo que elevou o valor do estoque imobiliário da SPE Medical Tower – sociedade cujas ações foram utilizadas pela Talent para adquirir as ações da Brasil Realty posteriormente entregues ao Fundo. O salto foi de aproximadamente R\$7,1 milhões para R\$70,9 milhões.

66. A partir dessa constatação, o Diretor Relator afasta o argumento da defesa de que a suficiência dos ativos estaria corroborada por três avaliações independentes – da Pedrosa Consultores, da RJD Consultoria e Assessoria Ltda. (“RJD”) e da GPO/Rede Netimóveis –, cujos resultados seriam convergentes. Segundo o voto, o laudo atribuído à Pedrosa

⁵¹ Doc. nº 1039382.

⁵² Docs. nº 1038719 e nº 1049046.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Consultores foi repudiado pela própria empresa e as demais avaliações derivavam dele, razão pela qual essa convergência não afastaria o vício identificado na origem.

67. A partir dessa sequência, o Diretor Relator reconhece a presença dos requisitos caracterizadores da operação fraudulenta. O ardil é identificado no laudo ilegítimo, que atribuiu ao ativo valor cerca de dez vezes superior ao que parecia corresponder àquele que seria real. Esse artifício teria induzido a erro os adquirentes das cotas, que acreditaram adquirir participação em ativo de aproximadamente R\$70 milhões, quando este valeria cerca de R\$7 milhões, gerando, com isso, vantagem indevida ao vendedor. O dolo, por sua vez, foi extraído da própria dinâmica dos fatos, considerando que uma multiplicação dessa magnitude, produzida por meio de laudo falsificado, não seria compatível com mero descuido ou acaso.

68. A conduta de Pedro Henrique Barbosa da Cruz, por sua vez, é examinada pelo Diretor Relator a partir de sua atuação pessoal na subscrição realizada pela Talent. Na qualidade de responsável pela referida entidade, foi Pedro quem assinou o boletim que formalizou a integralização das cotas mediante a entrega ao Fundo das ações da Brasil Realty reputadas superavaliadas. Nesse sentido, ao firmar o boletim, Pedro teria aderido ao esquema e lhe dado execução, respondendo pela conduta que o materializou.

69. Sem divergir dessas conclusões, considero oportuno acrescentar algumas observações aos fundamentos adotados em relação à condenação de ambos os acusados.

70. No que diz respeito à **Talent Construções S.A.**, concordo com o fundamento adotado pelo Diretor Relator para afastar o argumento, suscitado pela referida acusada⁵³, de que o valor atribuído aos ativos estaria corroborado pela alegada convergência do laudo atribuído à Pedrosa Consultores com as outras duas avaliações produzidas (uma pela RJD e a outra pela GPO/Rede Netimóveis)⁵⁴.

71. A esse respeito, observo que a avaliação da RJD não foi produzida de maneira independente daquela elaborada pela GPO/Rede Netimóveis. Embora as amostras diretamente levantadas pelo avaliador conduzissem a um valor inicial de aproximadamente R\$4.319,79/m², o laudo da RJD incorporou como referência o valor de R\$6.200,00/m²

⁵³ Doc. nº 1522539.

⁵⁴ Doc. nº 1522528, pp. 24-31.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

extraído da avaliação da GPO/Rede Netimóveis e, a partir dessa base, aplicou fatores adicionais até alcançar o valor final de R\$9.610,00/m². A avaliação da RJD, portanto, não representa uma confirmação autônoma do resultado da GPO/Rede Netimóveis – ela incorporou justamente esse resultado como insumo para a formação de sua própria conclusão.

72. Essa constatação altera substancialmente o significado probatório da convergência invocada pela defesa, que procura apresentar a existência de três avaliações como se tal fato correspondesse a três verificações autônomas da adequação do valor atribuído aos ativos. Quando uma das avaliações se vale do resultado da outra para chegar à sua própria conclusão, contabilizá-las como confirmações distintas significa atribuir à repetição de uma mesma referência uma força corroborativa que ela simplesmente não possui.

73. Por sua vez, quanto a **Pedro Henrique Barbosa da Cruz**, faço referência a alguns elementos que, em conjunto com a assinatura do boletim de subscrição destacada pelo Diretor Relator, reforçam a conclusão quanto ao caráter doloso de sua participação.

74. À luz das premissas expostas nas Seções I e II, os cargos ocupados por Pedro e sua assinatura no boletim de subscrição devem ser examinados em conjunto com outros elementos constantes dos autos. O que se deve verificar é se esses elementos, conjugados com as demais circunstâncias comprovadas, demonstram que o acusado conhecia as características essenciais da fraude, compreendia a função de sua própria atuação e a orientou deliberadamente à execução do mecanismo e à obtenção da vantagem ilícita. É sob esse prisma que considero relevantes os elementos descritos a seguir.

75. Como já indicado na segunda seção, Pedro não integrava apenas a administração da Talent, mas também era diretor da SPE Medical Tower, sociedade cujas ações foram utilizadas pela Talent para adquirir as ações da Brasil Realty posteriormente entregues na 3ª Emissão. A esse quadro somam-se outras duas circunstâncias: **(i)** Pedro também era diretor da WWS Holding S.A., companhia diretamente investida pelo Brasil Realty FII; e **(ii)**, a partir de 30/08/2019, passou a integrar a administração da própria Brasil Realty. A relevância desses vínculos não reside, evidentemente, na simples acumulação de cargos, mas no fato de que Pedro ocupava posições em sociedades localizadas em diferentes pontos da cadeia patrimonial por meio da qual os ativos foram formados, sobrevalorizados e, ao final, levados ao Fundo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

76. Essa inserção societária foi, ademais, acompanhada de contribuição direta do acusado justamente no ato que levou os ativos ao Fundo. Como visto, Pedro assinou o boletim de subscrição da Talent⁵⁵, ato que não constitui elemento meramente formal, mas o vincula diretamente à conversão dos ativos sobreavaliados em cotas do Fundo, constituindo elemento relevante para individualizar a função por ele desempenhada na operação.

77. Além disso, a própria narrativa apresentada pela defesa fornece elemento adicional que torna ainda menos plausível a hipótese de que Pedro fosse alheio à formação do valor adotado na operação. Ao tratar dos diferentes laudos utilizados para justificar o valor dos ativos, a defesa conjunta de Talent e Pedro indica que, diante da proximidade entre os resultados encontrados, os “Requerentes escolheram um dos laudos” para instruir o ato societário⁵⁶. A afirmação é particularmente significativa porque a própria defesa reconhece que os acusados participaram da seleção dos documentos.

78. Considerados em conjunto, a inserção de Pedro na cadeia societária, sua participação na seleção dos documentos de avaliação e a assinatura do ato que converteu aqueles ativos em cotas afastam a hipótese de atuação meramente formal e permitem concluir que o acusado compreendia a função de sua conduta, contribuindo deliberadamente para a execução do esquema. Considerada ainda a rápida realização da posição pela Talent, entendo igualmente demonstrada a orientação de sua conduta à obtenção da vantagem patrimonial ilícita proporcionada pela operação.

79. Com base nesses fundamentos, acompanho o Diretor Relator e voto pela responsabilização da Talent Construções S.A. e de Pedro Henrique Barbosa da Cruz pela prática de operação fraudulenta, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.

Espaço Engenharia e Construção S.A. e Túlio Carneiro Rocha

80. Acompanho o Diretor Relator quanto à responsabilização da Espaço Engenharia e Construção S.A. e de Túlio Carneiro Rocha. A meu ver, os elementos constantes dos autos,

⁵⁵ Doc. nº 1047679.

⁵⁶ Doc. nº 1522539, §2.5.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

quando examinados em conjunto, permitem reconhecer a participação dolosa de ambos na operação fraudulenta.

81. Quanto à Espaço, o voto identifica a fraude a partir da própria situação jurídica dos imóveis utilizados na subscrição das cotas do Fundo. Como visto, em 31/10/2018, a sociedade subscreveu 845.256,79 cotas da 3ª Emissão, no valor total de R\$10.377.150,00, mediante a suposta entrega de 50 lotes situados em Nova Lima/MG. As matrículas desses imóveis, contudo, não indicavam a Espaço ou o Fundo como proprietários, mas sim a MSB Participações e Empreendimentos Ltda. (“MSB”), que havia adquirido os lotes, em 2000, por R\$144 mil ao todo⁵⁷. Os autos tampouco demonstram que esses imóveis tenham sido posteriormente transferidos à Espaço antes de sua utilização na integralização das cotas. Assim, a questão não se resume à ausência de registro da propriedade em nome da Espaço, mas à falta de demonstração de que a sociedade detivesse direitos sobre os imóveis que pudessem constituir a contraprestação devida na integralização das cotas.

82. Por outro lado, o Diretor Relator afasta as deficiências metodológicas do laudo elaborado pela RJD como parte do ardil. Embora reconheça fragilidades na amostra utilizada e considere pertinente o questionamento realizado pela SRE, conclui que os problemas identificados dizem respeito às escolhas técnicas do avaliador, e não à utilização de informações objetivamente falsas. Os anúncios empregados na avaliação existiam, não se identificou adulteração de preços, áreas ou imóveis e tampouco se demonstrou que a Espaço tenha fornecido informações falsas ou direcionado a seleção das amostras. A pesquisa realizada posteriormente pela SRE não alteraria essa conclusão, pois foi feita quase dois anos depois, em julho de 2020, e também se baseou em número reduzido de anúncios.

83. Ainda assim, o Diretor Relator afasta os argumentos defensivos relacionados à dispensa de laudo e à presença dos imóveis nas notas explicativas das demonstrações financeiras do Fundo, por considerar que nenhum deles resolve a questão central relativa à titularidade dos imóveis, vez que a dispensa é quanto ao uso do laudo, mas não sua veracidade, caso seja utilizado, e que a divulgação nas demonstrações financeiras não é capaz de afastar a verificação da fraude.

⁵⁷ Doc. nº 1138402.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

84. Especificamente quanto a Túlio, a fundamentação adotada é mais sucinta, de modo que a sua responsabilização decorre da condição de responsável cadastrado pela Espaço e, em especial, da assinatura do boletim de subscrição⁵⁸ em nome da referida acusada.

85. Acompanho essas conclusões, mas considero oportuno fazer alguns complementos à fundamentação adotada. Enquanto o primeiro diz respeito aos limites do escrutínio da CVM sobre a avaliação apresentada pela Espaço, o segundo se refere à relevância do próprio conteúdo do boletim de subscrição para a individualização da conduta de Túlio.

86. No que se refere à **Espaço**, compartilho da conclusão do Diretor Relator de que as deficiências apontadas na metodologia empregada pela RJD no Laudo de Avaliação nº 009.2018⁵⁹ não são suficientes, no caso concreto, para caracterizá-lo como parte do ardil.

87. Como exposto na primeira seção, a margem de julgamento técnico reconhecida ao avaliador não coloca suas escolhas metodológicas fora do alcance da CVM quando existirem elementos que justifiquem investigar a função desempenhada pelo laudo em possível fraude. No presente caso, a situação jurídica dos imóveis, sua utilização na integralização e a posterior realização econômica das cotas legitimavam o escrutínio promovido pela SRE.

88. O resultado desse exame, contudo, deve ser distinguido da própria possibilidade de realizá-lo. A utilização de apenas quatro referências, a ausência de determinados tratamentos comparativos e a discrepância entre o resultado do laudo e aquele posteriormente obtido pela área técnica podem revelar fragilidades na avaliação, mas não demonstram, sem outros elementos, que as escolhas metodológicas tenham sido artificialmente concebidas para produzir o valor empregado na integralização. A pesquisa realizada pela SRE em julho de 2020 tampouco conduz, por si só, a conclusão diversa, pois foi realizada quase dois anos após a data-base da avaliação e se valeu de conjunto limitado de anúncios extraídos do mesmo portal eletrônico. O ponto, portanto, não está em tratar a avaliação da RJD como o expediente fraudulento, mas em examinar **se, no momento em que constituiu sua posição no Fundo, a Espaço detinha o domínio dos imóveis que apresentou como contrapartida à integralização.**

⁵⁸ Doc. nº 1047675.

⁵⁹ Doc. nº 1039388.

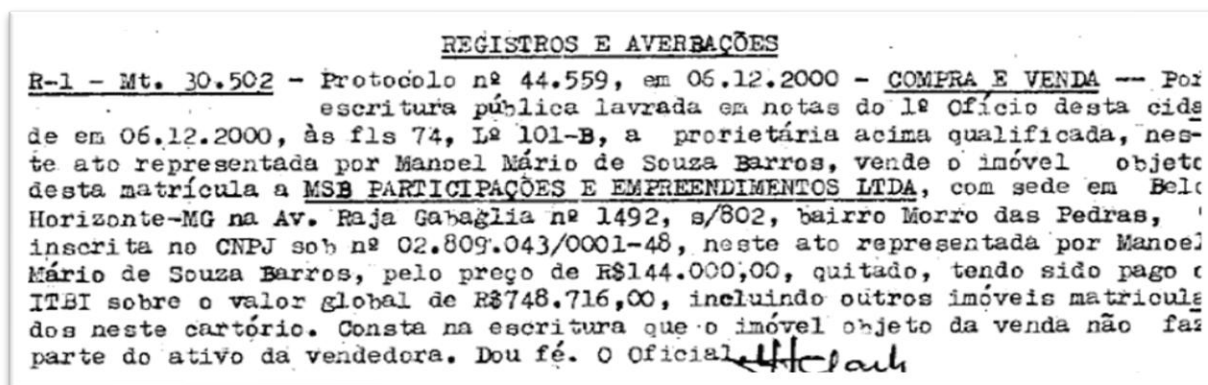


COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

89. Como visto, em 31/10/2018, por ocasião da subscrição das cotas da 3ª Emissão, as matrículas dos 50 lotes situados em Nova Lima/MG **não registravam a Espaço ou o Fundo como proprietários**, mas sim a MSB, como exemplificado abaixo na Matrícula nº 30.502⁶⁰:



90. Em outras palavras, a Espaço recebeu cotas de valor superior a R\$10 milhões mediante a utilização de imóveis que, à luz da própria documentação registral disponível, sequer eram de sua titularidade. Esse dado não traduz uma imperfeição meramente documental. Em linhas gerais, nos termos dos arts. 108, 1.227 e 1.245 do Código Civil, a transferência da propriedade imobiliária se faz válida tão somente mediante a lavratura de escritura pública e o registro do título translativo no Registro de Imóveis. Enquanto isso não ocorre, o adquirente dispõe apenas de pretensão de natureza obrigacional perante o titular do bem.

91. A gravidade dessa desconformidade inicial torna-se ainda mais evidente ao se constatar que, conforme a documentação constante dos autos, a transferência da propriedade não ocorreu no prazo estipulado pelas próprias partes. As “Certidões Atualizadas” apresentadas no curso da apuração demonstram que a titularidade permaneceu em nome da MSB por muitos anos. E não se trata, aqui, da ausência fortuita de documento secundário ou de formalidade sem relação com a substância do negócio, uma vez que o próprio boletim de

⁶⁰ Doc. nº 1138402 > “Certidões Atualizadas.zip” > “Matricula 30.502”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

subscrição previa expressamente a apresentação, em até 90 dias, das matrículas em favor do Fundo⁶¹:

MEIO DE INTEGRALIZAÇÃO
☐ TED (TRANSFERÊNCIA ELETRÔNICA DISPONÍVEL) :
☒ INTEGRALIZAÇÃO EM ATIVOS.
SERÃO INTEGRALIZADOS EM ATÉ 90 (NOVENTA) DIAS MEDIANTE APRESENTAÇÃO DAS MATRÍCULAS EM FAVOR DO FUNDO DOS LOTES 30.502 A 30.526 DO CARTÓRIO DE REGISTRO DE IMÓVEIS DE NOVA LIMA, MINAS GERAIS, EQUIVALENTE A 50 (CINQUENTA) LOTES, NOS TERMOS DO ANEXO AO PRESENTE, SENDO OS IMÓVEIS PRECIFICADOS EM R\$207.543,00 (DUZENTOS E SETE MIL, QUINHENTOS E QUARENTA E TRÊS REAIS) CADA, DE ACORDO COM O LAUDO DE AVALIAÇÃO Nº 009.2018 REALIZADO EM 09 DE OUTUBRO DE 2018 PELO ENGENHEIRO JOSE OSVALDO RIBEIRO (CREA/MG 59.996/D).
☐ DÉBITO/CRÉDITO EM CONTA CORRENTE:
☐ DOCUMENTO DE ORDEM DE CRÉDITO

92. A cronologia, nesse ponto, é fundamental. O boletim de subscrição assinado em 31/10/2018 previa a apresentação das matrículas em favor do Fundo no prazo de 90 dias. Ainda assim, quando da formulação do Termo de Acusação, em maio de 2021, a questão permanecia sem solução e, em sua defesa de 30/08/2021, a própria Espaço reconheceu que a regularização fundiária continuava “em processo de solução”⁶². A escritura pública relativa à aquisição pela Espaço somente viria a ser lavrada em 16/12/2022, mais de quatro anos após a integralização.

93. **A posterior formalização da aquisição não modifica a condição dominial existente em 31/10/2018**, quando a companhia recebeu cotas de valor superior a R\$10 milhões em contrapartida a imóveis cujo domínio não detinha. Pode demonstrar que, anos depois, foram

⁶¹ Doc. nº 1047675.

⁶² A propósito, a própria defesa da Espaço admite que a regularização fundiária dos imóveis permanecia pendente (doc. nº 1522528, pp. 5-7): “2.8. Insta salientar que em nenhum momento, a não averbação das matrículas dos imóveis objetos de integralização no Fundo, causou qualquer prejuízo, seja ao Fundo seja a qualquer cotista, afinal sempre estiveram presentes nas demonstrações financeiras do Fundo não existindo qualquer tipo de tentativa de fraude por parte do Requerente. 2.9. Ademais, importante destacar que é público e notório, que há problemas fundiários na localidade dos imóveis (“Balneário Água Limpa”) a ponto da Prefeitura Municipal de Nova Lima/MG, em 19 de dezembro de 2018, ter firmado com o Ministério Público de Minas Gerais um Termo de Ajuste de Conduta (“TAC”) (“Doc_03”), tendo como objetivo [...]. 2.10. Inobstante aos problemas acima elencados, por mais dos esforços realizados pela ora Requerente, na averbação das matrículas dos referidos imóveis, não podemos afastar a problemática ocorrida no âmbito da pandemia do COVID- 19 que se estende até os dias atuais, o que impactou efetivamente na atuação dos órgãos públicos em especial no funcionamento dos Cartórios de registro de imóveis da localidade. 2.11. Portanto, não há o que se falar em tentativa de operação fraudulenta, isto é pura ilação, a área do imóvel, sofre cronicamente de problemas fundiários e **estão em processo de solução.**”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

adotadas providências para regularizar a cadeia de titularidade dos imóveis, mas não torna a Espaço proprietária dos bens na data da subscrição, nem afasta o fato de que foi sob essa condição que os utilizou para constituir sua posição no Fundo.

94. O que permanece documentado, portanto, é algo mais grave do que uma simples pendência na formalização da transferência ao Fundo: uma posição superior a R\$10 milhões foi constituída mediante a integralização de imóveis registrados em nome de terceiro e sem que se tenha demonstrado, em qualquer oportunidade nos autos, a transferência tempestiva dos bens para a Espaço ou para o Fundo.

95. A partir dessas considerações, não concluo que a mera subscrição das cotas antes da apresentação das matrículas em nome do Fundo seja, por si só, suficiente para caracterizar a operação fraudulenta, até porque o próprio boletim previa prazo para o cumprimento dessa providência. Não obstante, o problema identificado nos autos é mais amplo do que uma pendência temporária na transferência ao Fundo. A previsão de 90 dias podia disciplinar a formalização da transferência dos imóveis ao Fundo; não tinha, porém, o efeito de conferir à Espaço o domínio que ela própria ainda não ostentava. A deficiência, portanto, antecedia a transferência ao Fundo, dado que diz respeito à própria ausência de titularidade dos bens por quem se apresentava como subscritora e deles pretendia dispor de maneira onerosa. Essa distinção me parece decisiva. A titularidade registral não pode ser entendida simplesmente como uma formalidade periférica à operação, justamente por ser o elemento que confere legitimidade à propriedade imobiliária e à sua transmissão. Em uma integralização realizada mediante a entrega de 50 lotes, essa condição diz respeito à própria aptidão jurídica da contrapartida oferecida. Ao utilizá-los para subscrever mais de R\$10 milhões em cotas, a Espaço os apresentou como bens de que podia validamente dispor, embora o domínio não se encontrasse registrado em seu nome. A irregularidade incidia, portanto, sobre aspecto essencial da própria integralização.

96. É justamente por isso que a assinatura do boletim assume elevado valor indiciário quando examinada à luz do que ocorreu posteriormente. Não há nos autos demonstração de que a condição registral expressamente estabelecida tenha sido cumprida, mas, apesar disso, as cotas correspondentes passaram à esfera patrimonial da Espaço e foram integralmente alienadas no mercado secundário nos meses seguintes. O que poderia, no momento inicial,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

representar uma pendência destinada a ser regularmente sanada passa a adquirir significado bastante distinto quando a regularização não foi comprovada e, ainda assim, a posição constituída a partir desses imóveis é integralmente alienada no mercado.

97. O expediente que identifico, portanto, não se confunde com a simples inexistência do registro dominial na data de assinatura do boletim. É a articulação entre a situação conhecida no momento da subscrição, a ausência de demonstração de sua regularização e a posterior realização econômica da posição que confere sentido fraudulento ao conjunto.

98. Sob essa perspectiva, a situação registral existente no momento da subscrição constitui forte indício do elemento subjetivo, e não uma espécie de atalho para a caracterização automática da fraude. Ela demonstra que a Espaço ingressou na operação conhecendo uma deficiência que incidia precisamente sobre a possibilidade de transferência dos ativos utilizados para integralizar as cotas. A força desse indício decorre do que veio depois: em vez de permanecer condicionada à efetiva regularização dos bens, a posição correspondente foi constituída e posteriormente convertida em recursos no mercado secundário sem que se tenha comprovado o ingresso dos imóveis no patrimônio do Fundo.

99. Também por isso, o Termo de Ajustamento de Conduta⁶³ e as dificuldades associadas à pandemia de Covid-19 invocados pela defesa não alteram a conclusão. O primeiro foi firmado somente em 19/12/2018, após a subscrição realizada em 31/10/2018, e a pandemia é evidentemente posterior. Essas circunstâncias podem, quando muito, explicar dificuldades encontradas na regularização fundiária, mas não conferiam à Espaço, em 31/10/2018, a titularidade que as matrículas então não lhe reconheciam. Ao contrário, a existência de problemas fundiários conhecidos na região tornava ainda mais relevante assegurar a situação dominial dos imóveis antes de utilizá-los como contrapartida de uma integralização dessa magnitude.

100. A destinação conferida à posição recebida pela Espaço reforça esse quadro. Nos aproximadamente cinco meses seguintes à subscrição, a companhia alienou a totalidade das cotas, em operações que somaram R\$11.687.607,17 e lhe proporcionaram resultado positivo

⁶³ Doc. nº 1522464, pp. 16-53.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

de R\$1.310.457,17⁶⁴. Mais precisamente, as três primeiras alienações, realizadas entre 28/12/2018 e 29/01/2019, tiveram como contraparte a própria Índigo, então administradora fiduciária e intermediária líder da oferta, e a última, em 28/03/2019, foi realizada com a Entre Investimentos. Trata-se, justamente, dos agentes que, conforme reconstruído na Seção II, desempenharam função relevante no fornecimento de liquidez às posições constituídas na 3ª Emissão. Essa circunstância contribui para demonstrar a orientação patrimonial da operação.

101. Durante as diligências conduzidas pela SRE, a Espaço chegou a ser especificamente questionada sobre essas negociações no mercado secundário, sem apresentar os esclarecimentos solicitados⁶⁵. Já neste PAS, a defesa concentrou seus argumentos na avaliação e na situação fundiária dos imóveis, sem apresentar justificativa específica para a liquidação integral da posição em aproximadamente cinco meses⁶⁶. Naturalmente, nem o silêncio diante da fiscalização nem o lucro obtido comprovam, isoladamente, a fraude. Ambos, contudo, integram o conjunto indiciário e reforçam uma sequência que já se mostrava difícil de explicar como simples pendência registral posteriormente frustrada.

102. É também nesse contexto que deve ser examinada a responsabilidade de **Túlio Carneiro Rocha**. Sua condenação não decorre simplesmente da condição formal de administrador da Espaço. Há elemento de participação pessoal diretamente relacionado à etapa ora examinada: foi Túlio quem representou a Espaço e assinou o boletim de subscrição por meio do qual a posição no Fundo foi constituída⁶⁷.

103. O conteúdo desse documento impede que sua participação seja reduzida à simples aposição de uma assinatura em negócio que lhe seria inteiramente estranho. Além de identificar os imóveis e o valor atribuído a cada um deles com fundamento no Laudo de Avaliação nº 009.2018, como visto, o boletim estabelecia expressamente a obrigação de apresentação, em até 90 dias, das matrículas em favor do Fundo e continha declaração de que o signatário conhecia as regras e procedimentos aplicáveis à operação⁶⁸.

⁶⁴ Doc. nº 1138408.

⁶⁵ Doc. nº 1053363.

⁶⁶ Doc. nº 1522464.

⁶⁷ Doc. nº 1047675.

⁶⁸ Doc. nº 1047675.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

104. Novamente, a relevância dessa circunstância não está em presumir que Túlio, ao assinar o boletim antes da regularização registral, tenha por esse único ato praticado fraude. O documento, porém, torna particularmente difícil sustentar que o acusado ignorasse a situação jurídica dos cinquenta bens ou a importância que ela assumia para a operação. A necessidade de apresentar as matrículas em favor do Fundo estava expressamente registrada no próprio instrumento que ele pessoalmente subscreveu, precisamente porque essa providência ainda estava pendente.

105. O que o documento comprova é que ele sabia que a efetiva transferência registral constituía elemento necessário à integralização e, ainda assim, participou pessoalmente do ato que permitiu constituir a posição da Espaço no Fundo. A ausência posterior de comprovação dessa transferência e a realização integral das cotas conferem a essa atuação inicial significado probatório ainda mais contundente.

106. A alegação de que Túlio teria permanecido apenas formalmente na administração da Espaço tampouco afasta esses elementos. Segundo a defesa, em razão de negócio celebrado em 14/11/2017 com a Mercatto Incorporações Imobiliárias Ltda. (“Mercatto”), essa sociedade teria passado a conduzir determinadas atividades imobiliárias da companhia, motivo pelo qual o acusado sustenta não ter participado das negociações, da contratação dos serviços relacionados aos fatos ou dos demais atos de gestão examinados neste PAS⁶⁹. A defesa atribui especial relevo, nesse sentido, à notificação extrajudicial posteriormente encaminhada à RJD, por meio da qual foram questionadas as informações prestadas pelo avaliador à CVM acerca de eventual contato direto com Túlio, da contratação do trabalho e do pagamento pelos serviços.

107. Os autos, contudo, não contêm comprovação suficiente de que essa transferência da gestão tenha ocorrido nos termos sustentados. Mais importante, a participação pessoal de Túlio precisamente no negócio ora examinado enfraquece a tentativa de apresentar sua presença na administração como meramente nominal. Independentemente de quem conduzisse ordinariamente determinadas atividades imobiliárias da Espaço, foi o acusado

⁶⁹ Doc. nº 1522476.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

quem, na qualidade de administrador e representante da companhia, firmou o instrumento que constituiu uma posição superior a R\$10 milhões no Fundo⁷⁰ sem lastro imobiliário.

108. Isso não significa presumir que Túlio tenha participado de todos os negócios da Espaço, nem lhe atribuir a determinação pessoal de cada uma das alienações posteriormente realizadas. Como exposto na Seção I, o tipo não exige que o participante conheça todas as etapas, documentos ou agentes envolvidos na fraude, mas que conheça suas características essenciais e compreenda a função desempenhada por sua própria atuação. No caso de Túlio, sua participação pessoal na subscrição, conjugada com o conteúdo do boletim e com a situação registral dos imóveis, fornece elementos concretos para demonstrar esse conhecimento em relação à etapa em que atuou.

109. A alienação integral das cotas pela Espaço também não permite concluir, por si só, que Túlio tenha pessoalmente transmitido as respectivas ordens. Ela é relevante por outra razão: demonstra o destino econômico da posição cuja constituição ele pessoalmente formalizou. As cotas não permaneceram como investimento passivo à espera da regularização dos imóveis, mas foram integralmente convertidas em recursos no espaço de aproximadamente cinco meses, com resultado positivo para a companhia⁷¹. Considerada em conjunto com os elementos anteriores, essa circunstância reforça a finalidade patrimonial da operação.

110. A mesma sequência permite individualizar a responsabilidade da própria Espaço. A subscrição foi realizada em nome da companhia e formalizada por seu administrador e representante legal⁷²; os imóveis utilizados como contrapartida não aparecem registralmente transferidos à subscritora ou ao Fundo⁷³; e foi a própria Espaço que, posteriormente, alienou integralmente as cotas recebidas⁷⁴. O conhecimento demonstrado no ato praticado por seu representante, portanto, não é projetado artificialmente sobre a pessoa jurídica, mas integra a própria decisão por meio da qual a sociedade ingressou nessa etapa da operação.

⁷⁰ Doc. nº 1047675.

⁷¹ Doc. nº 1138408.

⁷² Doc. nº 1047675.

⁷³ Doc. nº 1138402.

⁷⁴ Doc. nº 1138408.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

111. Diante desse conjunto, entendo demonstrado que a Espaço conhecia a pendência essencial que incidia sobre os imóveis utilizados na subscrição e, não obstante a ausência de comprovação de sua posterior regularização, constituiu e realizou economicamente a posição correspondente, enquanto Túlio, ao representar pessoalmente a companhia no ato que deu origem a essa posição, conhecia as características essenciais da etapa em que atuava e deliberadamente contribuiu para sua execução. A regularização dominial posterior, ocorrida mais de quatro anos depois, não retroage para conferir à integralização uma condição jurídica inexistente quando realizada e, por isso, não afasta o dolo que extraio da conduta dos acusados. A posterior realização integral das cotas, considerada em conjunto com essas circunstâncias, permite ainda reconhecer a orientação da operação à obtenção da vantagem patrimonial exigida pelo tipo.

112. Por essas razões, acompanho o Diretor Relator e voto pela responsabilização da Espaço Engenharia e Construção S.A. e de Túlio Carneiro Rocha pela prática de operação fraudulenta, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.

Milo Investimentos S.A., MG I Desenvolvimento Imobiliário SPE Ltda., Henrique Moura Vorcaro e Felipe Cançado Vorcaro

113. Acompanho o Diretor Relator quanto à responsabilização da Milo Investimentos S.A., da MG I Desenvolvimento Imobiliário SPE Ltda., de Henrique Moura Vorcaro e de Felipe Cançado Vorcaro.

114. No que se refere à Milo, o Diretor Relator reconstrói a cadeia pela qual a acusada subscreveu aproximadamente 5,7 milhões de cotas do Fundo, no valor de R\$70 milhões, mediante a entrega de 70 milhões de cotas da MGI. Essas cotas haviam sido recebidas poucos dias antes em aumento de capital integralizado com a totalidade das ações da MG II, avaliadas em aproximadamente R\$146,6 milhões com base, em última instância, no valor atribuído a imóvel situado em Contagem/MG. O voto registra, ainda, que, nos quatorze meses seguintes, a Milo realizou 17 operações no mercado secundário, movimentando mais de sete milhões de cotas do Fundo.

115. O Diretor Relator examina separadamente os dois documentos que sustentaram essa cadeia de valoração. Quanto ao Laudo Revisado nº 026-R/2018, apresentado pela Sefer como



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

aquele utilizado na integralização, considera meritória tão somente a ausência de assinatura pela Nova Aliança Engenharia Ltda. (“Nova Aliança”). A seu ver, embora a negativa de assinatura pelo avaliador pudesse, à primeira vista, suscitar suspeita de falsidade, essa deficiência seria afastada pela apresentação de um novo laudo, cuja autoria foi reconhecida pela Nova Aliança – o Laudo nº 028.2018. Para o Relator, embora haja um aparente erro grave de cálculo no novo laudo, relativo ao percentual da fração ideal considerado, em verdade, a ausência de titularidade do imóvel pela subscritora, atestada pela documentação juntada pela defesa, se mostrou determinante.

116. Quanto à Milo e a Henrique Moura Vorcaro, o Diretor Relator destaca que a companhia não recebeu de terceiro um ativo cuja formação lhe fosse desconhecida: a Milo detinha a integralidade das ações da MG II, conferiu-as ao aumento de capital da MGI, recebeu as cotas correspondentes e as utilizou na subscrição do Fundo. Para o voto, é desse domínio sobre a origem do próprio lastro, conjugado com a posterior alienação de parcela relevante das cotas à Viking, administrada por Daniel Bueno Vorcaro, filho de Henrique, que se extraem o conhecimento e a finalidade da atuação imputada.

117. Quanto à MGI, o Diretor Relator identifica sua função na interposição entre as ações da MG II e as cotas posteriormente utilizadas pela Milo na subscrição, ressaltando que a sociedade não participou das negociações secundárias, mas desempenhou papel próprio na fase preparatória do expediente. O voto rejeita, nesse sentido, a tentativa de segmentar o aumento de capital da MGI e a posterior integralização das cotas do Fundo como negócios autônomos, bem como os argumentos relacionados à sujeição dos acusados à Instrução CVM nº 8/1979 e à responsabilidade civil pela avaliação de bens.

118. Em relação a Felipe Cançado Vorcaro, o Diretor Relator igualmente afirma que sua responsabilidade não decorre apenas da condição de administrador da MGI. Destaca sua participação pessoal na 4ª alteração contratual, de 25/10/2018, que formalizou o aumento de capital mediante a conferência das ações da MG II, e na 5ª alteração contratual, de 12/04/2019, que formalizou a posterior transferência ao Fundo de parte das cotas então detidas pela Milo.

119. Sem divergir dessas conclusões, considero oportuno acrescentar algumas observações que reforçam a fundamentação adotada pelo Diretor Relator quanto à individualização das condutas de Henrique Moura Vorcaro e Felipe Cançado Vorcaro. Em ambos os casos,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

considero especialmente relevantes os atos concretamente praticados no âmbito das sociedades que administravam e a função que esses atos desempenharam na sequência já reconstruída na Seção II.

120. Primeiramente, no que diz respeito a **Henrique Moura Vorcaro**, entendo que sua responsabilidade não decorre simplesmente da condição de diretor responsável pela Milo, nem das relações pessoais existentes entre os participantes da operação. Esses elementos assumem relevância quando considerados em conjunto com a sequência de atos concretamente praticados pela sociedade sob sua responsabilidade.

121. Como visto, a Milo não recebeu de terceiro um ativo cuja formação do capital social lhe fosse estranha. A referida entidade detinha a totalidade das ações da MG II, utilizou essas ações para integralizar o aumento de capital da MGI e, apenas seis dias depois, empregou parcela substancial das cotas assim recebidas na subscrição do Fundo. Na sequência, iniciou a realização dessa posição, inclusive mediante alienações relevantes à Viking Participações. A sucessão dos atos é particularmente eloquente, uma vez que, a cada etapa, o ativo recém-constituído fornecia exatamente a condição necessária para que a operação fraudulenta prosseguisse à etapa seguinte.

122. Não se trata de eventos isolados, mas de uma sequência de operações de elevada expressão econômica, funcionalmente encadeadas e realizadas em intervalo extremamente reduzido. Nesse contexto, a posição ocupada por Henrique na Milo não constitui fundamento autônomo de responsabilidade, mas, conjugada com a magnitude, a proximidade temporal e a complementaridade dos atos praticados pela companhia, constitui elemento relevante para aferir sua vinculação concreta à operação.

123. Também merece consideração o destino dado a parcela expressiva das cotas recebidas pela Milo. Pouco depois da subscrição, parte relevante dessa posição foi alienada à Viking Participações, administrada por Daniel Bueno Vorcaro, **filho de Henrique**. O parentesco não demonstra, isoladamente, a fraude, mas assume significado diante dos demais elementos: a realização de parcela substancial da posição constituída pela Milo ocorreu justamente perante sociedade administrada por pessoa diretamente relacionada ao seu diretor responsável.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

124. Considerados em conjunto, esses elementos formam quadro indiciário que, a meu ver, não é compatível com a hipótese de que Henrique estivesse apenas formalmente vinculado à Milo ou desconhecesse a natureza essencial da sequência de operações conduzida pela sociedade. Para acolher essa leitura, seria necessário admitir que operações de dezenas de milhões de reais, realizadas em rápida sucessão por sociedade sob sua administração e que culminaram na alienação de parcela expressiva da posição a veículo administrado por seu próprio filho, teriam transcorrido à margem de seu conhecimento. A sequência permite, ao contrário, concluir que Henrique conhecia as características essenciais do expediente e deliberadamente orientou a atuação da Milo à formação da posição no Fundo e à sua subsequente realização, com a finalidade de obtenção de vantagem patrimonial.

125. Da mesma forma, em relação a **Felipe Cançado Vorcara**, sua responsabilidade tampouco decorre automaticamente da atuação da MGI ou da simples circunstância de ocupar posição de administrador na sociedade.

126. Os elementos dos autos não permitem afirmar com segurança que Felipe tenha participado pessoalmente da contratação da Nova Aliança, da seleção das amostras utilizadas na avaliação ou da definição das premissas empregadas no laudo⁷⁵. Há, contudo, prova de sua participação direta nos atos societários que implementaram a etapa da operação atribuída à MGI, uma vez que Felipe assinou, juntamente com a coadministradora da sociedade:

- i) a 4ª alteração do contrato social da MGI, de 25/10/2018⁷⁶, que aumentou seu capital social em R\$146.586.000,00 mediante a conferência, pela Milo, das 10.000 ações representativas da totalidade do capital da MG II, em contrapartida à emissão de 146.586.000 novas cotas da MGI; e
- ii) a 5ª alteração do contrato social, de 12/04/2019⁷⁷, que formalizou a cessão, pela Milo ao Fundo, de 70.000.000 dessas cotas, pelo valor nominal total de R\$70 milhões.

⁷⁵ Segundo as informações prestadas pela Nova Aliança (doc. nº 1252744), a empresa foi contatada pela MGI, por intermédio de seu representante Elias Fernando, que conduziu as tratativas relativas à elaboração do laudo.

⁷⁶ Doc. nº 1138403. O documento formalizou o aumento do capital social da MGI de R\$58.377.400,00 para R\$204.963.400,00, mediante integralização, pela Milo, das 10.000 ações representativas da totalidade do capital social da MG II, avaliadas em R\$146.586.000,00.

⁷⁷ Doc. nº 1138403.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

127. Como também destacado pelo Diretor Relator, a relevância desses atos é direta, pois foi a 4ª alteração contratual que formalizou a transformação das ações da MG II no ativo societário posteriormente utilizado na subscrição, enquanto a 5ª alteração formalizou a transferência ao Fundo de parte das cotas da MGI recebidas pela Milo naquela primeira operação. Felipe participou pessoalmente, portanto, dos dois atos societários que deram eficácia ao elo intermediário entre as ações da MG II e as cotas entregues ao Fundo.

128. Essa atuação ocorreu, ademais, em uma estrutura marcada por relações societárias e familiares estreitas. A MGI era dirigida por Felipe e tinha a como cotista Milo, sociedade administrada por Henrique, pai de Daniel Bueno Vorcara. Felipe, por sua vez, é primo de Daniel, que administrava a Viking Participações, posteriormente responsável pela aquisição de parcela relevante das cotas alienadas pela Milo. Novamente, não é o parentesco que demonstra a fraude, mas seria igualmente artificial tratá-lo como circunstância irrelevante quando os vínculos pessoais acompanham, com notável precisão, a própria distribuição das funções desempenhadas pelas sociedades envolvidas.

129. A natureza e a magnitude dos atos pessoalmente praticados por Felipe, sua posição nos dois momentos societários que converteram as ações da MG II em cotas da MGI e, depois, permitiram sua transferência ao Fundo, bem como a proximidade temporal entre esses atos, permitem concluir que o acusado conhecia as características essenciais da etapa em que atuava e compreendia sua função no encadeamento da operação. Considerados em conjunto com as demais circunstâncias já expostas, esses elementos demonstram que Felipe deliberadamente contribuiu para a execução do mecanismo e para a obtenção da vantagem patrimonial a que ele se destinava.

130. À luz dessas considerações adicionais, acompanho o Diretor Relator e voto pela responsabilização da Milo Investimentos S.A., da MG I Desenvolvimento Imobiliário SPE Ltda., de Henrique Moura Vorcara e de Felipe Cançado Vorcara pela prática de operação fraudulenta, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Banco Master S.A. – Em Liquidação Extrajudicial, Daniel Bueno Vorcaro e Viking Participações Ltda.

131. Acompanho o Diretor Relator quanto à responsabilização do Banco Master S.A. – Em Liquidação Extrajudicial, de Daniel Bueno Vorcaro e da Viking Participações Ltda. pela prática de operação fraudulenta.

132. No que se refere ao Banco Master, o Diretor Relator afasta, inicialmente, parte da construção acusatória relacionada às subscrições realizadas no mercado primário. A Acusação havia considerado não comprovado o ingresso dos valores correspondentes a duas integralizações de R\$500 mil cada, mas a documentação apresentada com a defesa demonstrou que os créditos efetivamente ingressaram em conta de titularidade do Fundo mantida no próprio Banco Master⁷⁸. Diante dessa comprovação, conclui que, quanto a essas integralizações, não se verificou ardil ou vantagem indevida, concentrando a responsabilização da instituição em sua atuação posterior no mercado secundário.

133. É nessa segunda etapa que o Diretor Relator identifica a participação fraudulenta do Banco Master e da Viking. Com base no quadro de negociações constante dos autos⁷⁹, registra que o Banco Master adquiriu 7.019.275 cotas do Fundo a preço médio de R\$14,25 e alienou 10.117.652 cotas a R\$15,32, com resultado positivo estimado em R\$10.798.077,48, enquanto 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. Embora a defesa conteste o volume de cotas alienadas pelo Banco Master, o voto considera que essa divergência poderia alterar a magnitude do resultado, mas não a direção econômica das operações. Para o Diretor Relator, o posicionamento reiterado dessas sociedades na negociação das cotas, em um mercado cujo preço era sustentado pelo próprio mecanismo fraudulento, demonstra que sua atuação não se limitou à condição de contrapartes ocasionais, mas contribuiu para a circulação das cotas e para a obtenção da vantagem patrimonial proporcionada pelo esquema.

134. Nessa perspectiva, o Diretor Relator também afasta o argumento de que a realização das operações a “preços de mercado” demonstraria sua regularidade. Em sua análise, essa

⁷⁸ Doc. nº 1522499.

⁷⁹ Doc. nº 1138408.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

circunstância não pode ser examinada de forma dissociada da própria formação do preço das cotas do Fundo, uma vez que o mercado secundário era alimentado por aquisições recorrentes entre veículos inseridos na mesma estrutura societária ou familiar. Se o preço observado no mercado já refletia os efeitos da operação fraudulenta, a circunstância de as negociações terem ocorrido em torno desse preço não constitui, por si só, elemento de regularidade.

135. Quanto a Daniel Bueno Vorcara, o Diretor Relator, afasta expressamente a tese de que sua responsabilização decorreria apenas da condição de diretor ou de seus vínculos familiares. A individualização considera, em especial, que: **(i)** Daniel dirigia simultaneamente o Banco Master e a Viking, sociedades que atuaram reiteradamente como compradoras e vendedoras das cotas do Fundo⁸⁰; **(ii)** ele próprio negociou, em nome pessoal, 2.690.736 cotas no mesmo mercado e no mesmo período, tendo inclusive realizado operações com a Milo⁸¹; e **(iii)** as negociações dos veículos por ele dirigidos coincidiam temporalmente com operações realizadas por sociedades administradas por pessoas a ele relacionadas. Para o voto, não é o parentesco, isoladamente, que demonstra a fraude, mas a correspondência entre esses vínculos e a própria distribuição das posições compradoras e vendedoras ao longo da operação.

136. O Diretor Relator atribui também significado ao fato de Daniel ter encerrado suas negociações pessoais com resultado negativo de aproximadamente R\$6,8 milhões, enquanto Banco Master e Viking registraram, conjuntamente, ganhos superiores a R\$11,6 milhões⁸². Em sua leitura, essa circunstância corrobora a conclusão de que Daniel utilizou os veículos por ele administrados para auferir os ganhos neles registrados. É a conjugação entre o comando dessas sociedades, sua própria atuação pessoal no mesmo mercado e a coincidência das negociações com as operações realizadas pelos demais participantes que sustenta, no voto, a conclusão de que Daniel atuou dolosamente para induzir terceiros em erro e obter as vantagens patrimoniais decorrentes do mecanismo.

137. O Diretor Relator ressalva, contudo, dois fatos que não considera aptos a integrar o fundamento da condenação. O primeiro é a avaliação do imóvel da Via Expressa, endereçada

⁸⁰ Doc. nº 1138408.

⁸¹ Doc. nº 1138408.

⁸² Doc. nº 1138408.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

à MGI aos cuidados de Daniel em junho de 2017⁸³, por entender que nem o documento nem eventual participação de Daniel em sua obtenção integraram a imputação formulada neste PAS. O segundo diz respeito à transferência de R\$18 milhões envolvendo Entre, Sefer, Viking e Daniel, cuja causa negocial foi documentada pela defesa e que já havia sido examinada em processo encerrado por termo de compromisso. O voto afasta, assim, a utilização de qualquer desses fatos como indício adicional da operação fraudulenta ou como fundamento de agravamento da responsabilidade.

138. Sem divergir dessas conclusões, considero oportuno acrescentar algumas observações que reforçam a fundamentação adotada pelo Diretor Relator quanto à individualização da função desempenhada por esses acusados, bem como sobre determinados argumentos apresentados pela defesa.

139. Primeiramente, não me parece convincente o argumento defensivo de que a existência de intenção fraudulenta seria incompatível com o fato de os vínculos entre Daniel Bueno Vorcaro e seus familiares constarem de registros societários públicos. A defesa atribui à publicidade dessas relações um efeito que ela não possui, justamente porque o ardil examinado neste PAS não consistia em ocultar quem administrava a Milo, a Viking ou a MGI, mas, como bem delimitado na Seção II, na formação e posterior circulação de cotas cujo valor incorporava as distorções verificadas nas etapas anteriores. A circunstância de os vínculos societários serem públicos pode afastar qualquer ideia de dissimulação quanto à identidade dos agentes, mas nada diz, por si só, sobre a regularidade dos atos que praticaram ou sobre a função desempenhada por cada sociedade na fraude.

140. Também não afasta a responsabilidade de Banco Master, Viking e Daniel a circunstância de a imputação não se apoiar em sua participação direta na elaboração ou na aprovação dos laudos utilizados nas integralizações fraudulentas. Como já assentado na Seção II, e em linha com a delimitação adotada pelo Diretor Relator, a ausência de imputação de participação direta no ardil empregado na origem apenas delimita a função desses acusados no expediente: sua responsabilização está ligada à etapa subsequente de circulação das cotas e à atuação por eles desempenhada na sustentação das condições em que esses valores

⁸³ Doc. nº 1138403.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

mobiliários seriam posteriormente negociados. Exigir que também tivessem elaborado ou aprovado os laudos significaria novamente confundir a unidade da fraude com a identidade das funções desempenhadas por seus participantes.

141. Essa distinção assume especial relevância quanto a **Daniel Bueno Vorcaro**. Em linha com o que foi destacado pelo Diretor Relator, a sua responsabilidade não decorre dos cargos que ocupava, nem dos vínculos familiares considerados isoladamente, mas da conjugação entre sua atuação como diretor do Banco Master e sócio-administrador da Viking, a atuação reiterada dessas sociedades no mercado secundário e sua própria participação pessoal em negociações com as cotas do Fundo no mesmo período. Diante desse conjunto, a caracterização de sua presença como meramente formal torna-se difícil de conciliar com o fato de que Daniel não apenas ocupava posições de administração nos dois veículos que negociavam as cotas, como também atuava pessoalmente no mesmo mercado e com o mesmo ativo.

142. Também por essa razão, e em linha com o fundamento adotado pelo Diretor Relator, o fato de as operações realizadas por Daniel Bueno Vorcaro em nome próprio terem produzido resultado negativo de aproximadamente R\$6,8 milhões não altera essa conclusão. Como exposto na Seção I, ganhos e perdas possuem valor indiciário, mas não são, isoladamente, conclusivos quanto ao dolo, e o tipo exige a finalidade de obtenção de vantagem econômica para si ou para outrem, sem pressupor que cada participante encerre sua própria posição com resultado positivo. No caso concreto, enquanto Daniel registrou prejuízo em sua carteira pessoal, o Banco Master, do qual era diretor, e a Viking, da qual era sócio-administrador, apresentaram resultados positivos nas negociações realizadas no mesmo contexto. O saldo negativo de sua posição individual, portanto, não pode ser tomado como medida exclusiva da finalidade econômica de uma atuação que também se desenvolveu por meio das duas sociedades às quais estava diretamente vinculado.

143. Considerados em conjunto, esses elementos permitem reconhecer que Banco Master e Viking não figuraram como simples contrapartes ocasionais das negociações realizadas no mercado secundário e que Daniel não esteve ligado a essa dinâmica apenas pelos cargos que formalmente ocupava. A atuação reiterada das duas sociedades na absorção e circulação das cotas, sua conexão temporal com a realização das posições constituídas anteriormente e a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

participação pessoal de Daniel no mesmo mercado permitem concluir que ele conhecia as características essenciais dessa etapa da operação fraudulenta e deliberadamente orientou sua atuação, inclusive por meio dos veículos que administrava, à execução do expediente e à obtenção da vantagem patrimonial pretendida. É nesse mesmo contexto decisório que se insere a atuação imputada ao Banco Master e à Viking.

144. Por essas razões, acompanho o Diretor Relator e voto pela responsabilização do Banco Master S.A. – Em Liquidação Extrajudicial, de Daniel Bueno Vorcaro e da Viking Participações Ltda. pela prática de operação fraudulenta, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.

Entre Investimentos e Participações Ltda. e Antonio Carlos Freixo Júnior

145. Acompanho o Diretor Relator quanto à responsabilização da Entre Investimentos e Participações Ltda. e de Antonio Carlos Freixo Júnior.

146. No que se refere à Entre, o Diretor Relator atribui especial relevância à intensidade e ao padrão de sua atuação no mercado secundário. Entre 14/11/2018 e 13/03/2020, a sociedade realizou 177 operações no mercado de balcão não organizado, adquirindo 23.186.905 cotas por aproximadamente R\$350,7 milhões e alienando 23.727.003 cotas por cerca de R\$358,4 milhões⁸⁴. Entre essas operações, destaca a aquisição, no dia seguinte à integralização realizada pela Talent, de aproximadamente 43% das cotas então subscritas, bem como a posterior aquisição das cotas remanescentes da Espaço⁸⁵. Ao ser questionada sobre a fundamentação econômica desse volume de negociações, a própria Entre afirmou que buscava proporcionar aos investidores a “liquidez desejada”⁸⁶.

147. O Diretor Relator considera que essa explicação deve ser examinada em conjunto com a estrutura societária em que as operações se inseriam. Durante todo o período das negociações, a FG Participações detinha 70% do capital da Entre⁸⁷; Benjamim Botelho era o

⁸⁴ Doc. nº 1138408.

⁸⁵ Doc. nº 1138408.

⁸⁶ Doc. nº 1138411.

⁸⁷ Docs. nº 1570662 e 1571239.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

único acionista da FG⁸⁸; e a mesma FG, por intermédio da Foco Participações, controlava a Sefer, administradora fiduciária do Fundo e intermediária líder da 3ª Emissão⁸⁹. Para o voto, a conjugação dessa estrutura de controle com a recorrente aparição da Entre como contraparte dos subscritores e com os relatos de ingerência do controlador sobre a Sefer⁹⁰ afasta a hipótese de uma contraparte independente e situa a sociedade como peça funcional da etapa destinada a proporcionar liquidez e permitir a realização das posições constituídas anteriormente.

148. O fato de a Entre ter encerrado essas operações com prejuízo nominal tampouco altera, segundo o Diretor Relator, essa conclusão. A sociedade adquiriu cotas, em média, por R\$15,12 e as alienou por R\$15,11, apurando resultado negativo de aproximadamente R\$418 mil⁹¹. O voto não extrai desse prejuízo, isoladamente, prova da fraude, mas considera que ele deve ser compreendido à luz da função desempenhada pela Entre no mecanismo: a vantagem econômica não precisava ser apropriada pela própria sociedade, podendo sua atuação servir justamente para permitir que terceiros realizassem os ganhos decorrentes da sobreavaliação. Nesse sentido, o Diretor Relator identifica na Entre o veículo por meio do qual os subscritores encontraram saída para suas posições, hipótese abrangida pelo item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979, que admite que a vantagem ilícita seja pretendida para as partes, para o intermediário ou para terceiros.

149. Quanto a Antonio Carlos Freixo Júnior, o Diretor Relator também não fundamenta sua responsabilização na simples condição de administrador da Entre. Considera relevante, de um lado, que Antonio integrava a administração da FG Participações, sociedade que detinha 70% da Entre e que, por intermédio da Foco, controlava a Sefer⁹². De outro, atribui especial peso à própria narrativa defensiva, segundo a qual Antonio fundou a Entre e, desde 2018, administrava suas atividades “sem compartilhar tais atividades com outros indivíduos”⁹³, circunstância também confirmada pela defesa de Sefer, Benjamim e Jaguar, que afirma que a

⁸⁸ Doc. nº 1125288.

⁸⁹ Doc. nº 1125285.

⁹⁰ Docs. nº 1073590 e 1080712.

⁹¹ Doc. nº 1138408.

⁹² Doc. nº 1080712.

⁹³ Doc. nº 1522540, §§25-26.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

sociedade sempre foi administrada por Antonio desde sua constituição⁹⁴. Para o Diretor Relator, a autonomia invocada para afastar a ingerência de terceiros acaba por reforçar a individualização da conduta de Antonio, pois reduz justamente o espaço para atribuir a outro agente a definição da estratégia negocial executada pela Entre durante o período investigado.

150. Sem divergir dessas conclusões, considero oportuno acrescentar algumas observações que complementam e reforçam os fundamentos adotados pelo Diretor Relator sobre a função desempenhada pela Entre na estrutura anteriormente descrita e sobre determinados argumentos apresentados nas manifestações complementares de defesa.

151. Quanto à **Entre Investimentos e Participações Ltda.**, a relevância da afirmação de que a referida entidade buscava proporcionar “liquidez” não decorre de qualquer irregularidade inerente a essa atividade, mas sim do fato de que a função que a própria sociedade afirma ter desempenhado coincide precisamente com aquela necessária à etapa de circulação das posições formadas na 3ª Emissão e consumação da fraude. Foi nesse ponto que a Entre passou a atuar reiteradamente, inclusive como contraparte dos subscritores pouco depois da constituição de suas posições.

152. As manifestações complementares protocoladas por Entre e Antonio⁹⁵ sustentam que os acusados não tinham o dever de verificar a higidez dos laudos de avaliação utilizados para formar os ativos empregados nas integralizações. A premissa é correta, mas não responde à imputação. Não se atribui a esses acusados responsabilidade pela revisão dos documentos produzidos na etapa primária, nem se pressupõe que uma contraparte no mercado secundário deva refazer a análise dos ativos que deram origem às cotas que adquire e negocia. O fundamento da responsabilização está na atuação deliberada na etapa subsequente da operação fraudulenta, e não em um dever de fiscalização sobre a etapa anterior.

153. Em linha semelhante, as defesas procuram extrair do próprio Termo de Acusação uma separação entre as irregularidades praticadas pelos subscritores e as negociações realizadas posteriormente pela Entre. Argumentam, em síntese, que a Acusação teria localizado os artifícios fraudulentos na forma pela qual os ativos foram avaliados e utilizados nas

⁹⁴ Doc. nº 1522519, §72.

⁹⁵ Docs. nº 1679976 e nº 1679978.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

integralizações e, ao mencionar as posteriores vendas à Entre, teria apenas descrito a liquidez conferida às posições assim constituídas. A partir disso, sustentam que a atividade da Entre no mercado secundário não integraria, ela própria, a fraude.

154. Essa leitura reproduz precisamente a fragmentação afastada na Seção II. A formação das cotas e sua posterior circulação integravam um mesmo mecanismo, em que a primeira etapa constituía as posições a partir dos expedientes anteriormente examinados e a segunda permitia sua circulação e realização de resultados. O fato de a Entre não ter produzido o artifício empregado na origem delimita a sua contribuição para o ilícito, mas não torna irrelevante a função que desempenhou na etapa subsequente.

155. Da mesma forma, também não considero necessário resolver a controvérsia a que os acusados dedicam espaço considerável sobre o enquadramento da Entre como “parte relacionada” à Sefer segundo o CPC 05. A esse respeito, as manifestações complementares sustentam que a existência de vínculos societários indiretos não bastaria para caracterizar, nos termos daquele pronunciamento, uma relação entre partes relacionadas, pois a classificação dependeria da análise da essência do relacionamento e da existência de controle, influência ou outra forma de vinculação prevista pela norma. Essa discussão, porém, não decide a questão posta neste PAS. A classificação prevista no CPC 05 possui finalidade contábil e informacional própria⁹⁶ e não constitui elemento do tipo de operação fraudulenta previsto na Instrução CVM nº 8/1979, razão pela qual não cabe transformá-la em condição para a caracterização do ilícito.

156. Para os fins deste PAS, portanto, o que importa não é a classificação contábil atribuída à relação entre a Entre e a Sefer, mas os vínculos concretamente demonstrados nos autos e o significado que assumem quando examinados em conjunto com a atuação de cada

⁹⁶ Nos termos do item 1 do CPC 05 (R1) – Divulgação sobre Partes Relacionadas, normativo aprovado e consolidado pela Resolução CVM nº 94/2022, o pronunciamento tem por objetivo assegurar que as demonstrações contábeis contenham as divulgações necessárias para chamar a atenção dos usuários para a possibilidade de que o balanço patrimonial e a demonstração do resultado da entidade estejam afetados pela existência de partes relacionadas e por transações e saldos mantidos com essas partes. O próprio pronunciamento esclarece, ainda, em seus itens 5 a 8, que relacionamentos com partes relacionadas são normais no ambiente empresarial, mas podem afetar a posição financeira e o resultado da entidade, razão pela qual sua identificação e divulgação possuem finalidade essencialmente contábil e informacional.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

participante⁹⁷. No caso concreto, durante todo o período das negociações examinadas, a FG Participações detinha 70% do capital da Entre e, por meio da Foco Participações, também controlava a Sefer, administradora fiduciária do Fundo e intermediária líder da 3ª Emissão. A controvérsia suscitada pela defesa acerca do conceito de “parte relacionada” não altera esses fatos nem reduz sua relevância probatória, que decorre precisamente de sua conjugação com o padrão de negociações e com a função desempenhada pela Entre na circulação das cotas do Fundo.

157. Ademais, ao contrário do que também sustentam as manifestações complementares, para a responsabilização da Entre e de Antonio, não considero necessário demonstrar que a Sefer tenha transmitido ordens diretas à Entre ou solicitado individualmente a realização das aquisições das cotas do Fundo. A esse respeito, os acusados enfatizam a ausência de prova de ingerência da administradora fiduciária sobre os negócios da Entre e observam que não foi demonstrada qualquer solicitação para que ela atendesse às suas necessidades de liquidez.

158. Exigir essa demonstração significaria introduzir no tipo administrativo em análise uma relação de subordinação entre os participantes que ele não exige. O que importa é saber se a Entre, conhecendo as características essenciais da operação e a função desempenhada por suas negociações, deliberadamente atuou para permitir a circulação das posições constituídas na etapa anterior. A ausência de prova de comando direto pode afastar essa forma específica de coordenação, mas não elimina a relevância conjunta da estrutura societária, da reiteração das operações e da função efetivamente exercida pela sociedade, em linha com o que foi descrito na Seção II.

159. Em linha com o que também destaca o Diretor Relator, essa conclusão permite compreender adequadamente o resultado negativo apurado nas negociações da Entre. Como exposto na Seção I, a operação fraudulenta não exige que cada agente retenha para si a vantagem econômica proporcionada pelo expediente, podendo a contribuição de determinado participante estar orientada à obtenção de vantagem para terceiros. A ausência de ganho

⁹⁷ Como visto na Seção I, a jurisprudência da CVM tem reiteradamente reconhecido que a existência de atuação coordenada, conluio ou alinhamento de interesses deve ser aferida a partir da realidade material das condutas e da função desempenhada por cada agente na operação, e não apenas de qualificações formais ou enquadramentos jurídicos específicos. Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 28/02/2023; e (ii) PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 26/09/2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

próprio, portanto, não torna economicamente neutra uma atuação que, à luz dos elementos constantes dos autos, serviu precisamente para permitir que outros participantes realizassem suas posições. No caso da Entre, seu resultado individual deve ser examinado em conjunto com a função desempenhada por suas negociações, e não isolado dessa função até adquirir significado diverso daquele que o conjunto dos fatos revela.

160. A mesma lógica se aplica à individualização da responsabilidade de **Antonio Carlos Freixo Júnior**. A relevância de sua posição de administrador na FG Participações não está na simples acumulação de cargos, mas no fato de que ela o inseria também na estrutura societária que conectava a própria Entre à administradora fiduciária do Fundo.

161. Soma-se a isso o fato de que, conforme reconhecido pela própria defesa de Antonio, o acusado exercia sozinho a administração das atividades da Entre durante o período em que a sociedade executou, de forma continuada, as 177 negociações examinadas neste PAS. A autonomia invocada para afastar a ingerência de terceiros em tais negociações produz, nesse ponto, consequência pouco favorável à própria tese defensiva: quanto maior a independência atribuída a Antonio na condução dos negócios da Entre, menor o espaço para tratá-lo como administrador alheio ao padrão negocial adotado pela própria sociedade.

162. Naturalmente, isso não significa presumir que Antonio tenha pessoalmente transmitido cada uma das ordens realizadas pela Entre no mercado secundário, muito menos lhe atribuir conhecimento integral das irregularidades ocorridas nas etapas anteriores da fraude. Também não é isso que o tipo exige. Para sua responsabilização, é necessário que os elementos demonstrem que Antonio conhecia as características essenciais do expediente fraudulento, compreendia a função exercida pela Entre e deliberadamente orientou sua atuação à execução dessa etapa e à obtenção da vantagem ilícita. No caso concreto, a administração exclusiva de uma estratégia executada durante aproximadamente dezesseis meses, por meio de 177 negociações envolvendo centenas de milhões de reais, aliada à posição ocupada por Antonio na estrutura societária que conectava a Entre à Sefer, não se concilia com a hipótese de um administrador apenas nominal ou alheio a essa atividade.

163. Considerados em conjunto com as considerações já expostas pelo Diretor Relator, esses elementos permitem reconhecer que a Entre desempenhou função relevante na circulação e realização das posições constituídas anteriormente, e que Antonio conhecia as



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

características essenciais da fraude e deliberadamente conduziu a atuação da sociedade nessa etapa do mecanismo.

164. Pelas mesmas razões, entendo demonstrada a orientação da conduta à obtenção de vantagem econômica, nos termos exigidos pelo tipo, ainda que essa vantagem tenha sido apropriada por outros participantes da operação. Como a estratégia comercial da Entre era conduzida pelo próprio Antonio, o conhecimento e a finalidade presentes nessas decisões integram a atuação imputada à própria pessoa jurídica.

165. Por essas razões, acompanho o Diretor Relator e voto pela responsabilização da Entre Investimentos e Participações Ltda. e de Antonio Carlos Freixo Júnior pela prática de operação fraudulenta, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.

Sefer Investimentos DTVM Ltda., Jaguar Investments Horizon LLC e Benjamim de Almeida

166. Acompanho o Diretor Relator quanto à responsabilização da Sefer Investimentos DTVM Ltda., da Jaguar Investments Horizon LLC e de Benjamim de Almeida pela prática de operação fraudulenta.

167. No que se refere à Sefer, o Diretor Relator estrutura sua análise a partir das três posições simultaneamente ocupadas pela instituição ao longo da operação. Para o voto, a conjugação dessas funções, exercidas em sequência e em benefício dos mesmos participantes, seria incompatível com a hipótese de que a atuação da instituição tenha resultado de mero descuido.

168. No mercado primário, o Diretor Relator procura distinguir expressamente a conduta imputada à Sefer de uma simples omissão culposa. Em sua leitura, não se trata de responsabilizar a administradora fiduciária simplesmente por deixar de descobrir irregularidades ocultas, mas por aceitar documentos cujos vícios relevantes já se encontravam evidenciados nos próprios elementos submetidos à sua análise no âmbito da 3ª Emissão. A esse respeito, o voto destaca: **(i)** no caso da Talent, o aumento do estoque imobiliário da SPE Medical Tower de aproximadamente R\$7,1 milhões para R\$70,9 milhões e a precariedade das informações apresentadas para sustentar essa variação; **(ii)** no caso da Espaço, as fragilidades do laudo baseado em quatro anúncios, o descumprimento de requisitos formais e a situação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

registral dos imóveis, esta última considerada insuficiente, isoladamente, para caracterizar fraude, mas relevante no exame da atuação da administradora; e **(iii)** no caso da Milo, a utilização, como fundamento de aporte de R\$70 milhões, de laudo sem assinatura e sem identificação do avaliador. Para o Diretor Relator, a passagem desse quadro da mera negligência para a atuação dolosa da Sefer decorreria, sobretudo, dos elementos que situam Benjamim, controlador indireto da Sefer, na origem do comando da instituição e da atuação comissiva posteriormente desempenhada pela própria entidade no mercado secundário na qualidade de intermediária.

169. Nesse segundo plano, o voto atribui especial relevância à dimensão e à função das negociações realizadas pela Sefer com as cotas do Fundo, elencando que: **(i)** a referida entidade adquiriu 38.942.759 cotas e alienou 39.124.669 cotas no mercado de balcão não organizado; **(ii)** a Sefer figurou como contraparte em três das quatro alienações realizadas pela Espaço, enquanto a quarta alienação teve a Entre como contraparte; **(iii)** a Entre, submetida à mesma estrutura de controle, adquiriu R\$15 milhões em cotas da Talent no dia seguinte à subscrição; e **(iv)** a própria Sefer declarou atuar como representante institucional da Jaguar no Brasil. Para o Diretor Relator, essa atuação não estaria dissociada das integralizações realizadas no âmbito da 3ª Emissão, mas constituiria sua contrapartida funcional, fornecendo a infraestrutura por meio da qual as cotas formadas na etapa anterior passaram a circular com aparência de preço e liquidez no mercado secundário.

170. O voto considera, ainda, determinadas omissões e irregularidades regulatórias como elementos adicionais desse contexto, destacando: **(i)** a ausência do contrato de distribuição da oferta que disciplinasse os serviços prestados pela Sefer na qualidade de intermediária líder da 3ª Emissão; **(ii)** a não realização das assembleias gerais de cotistas do Fundo destinadas a deliberar sobre as integralizações em ativos; **(iii)** o início da 3ª Emissão sem a divulgação das demonstrações financeiras do Fundo relativas ao exercício de 2017; e **(iv)** o início da distribuição sem depósito centralizado das cotas. Embora cada uma dessas condutas possua enquadramento autônomo, o Diretor Relator entende que, consideradas em conjunto com a aceitação das integralizações e com a posterior atuação da Sefer no mercado secundário, elas reforçam a conclusão de que a atuação institucional da administradora se orientou à consecução da operação fraudulenta. Ao examinar posteriormente os respectivos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

enquadramentos autônomos, o voto ressalva, contudo, que determinadas falhas, em especial a divulgação intempestiva das demonstrações financeiras de 2017, não guardavam relação instrumental com a fraude.

171. Especificamente quanto à Jaguar Investments Horizon LLC, o Diretor Relator registra que a entidade, cujo beneficiário final no Brasil era Benjamim Botelho de Almeida, realizou 32 operações com cotas do Fundo entre outubro de 2018 e fevereiro de 2020, obtendo resultado positivo estimado em R\$6.991.982,97. O voto ressalva expressamente que, embora negociar valores mobiliários de forma reiterada e lucrativa não é, por si só, ilícito, o caráter fraudulento das operações decorreria da posição ocupada por Benjamim Botelho de Almeida, o qual controlava indiretamente a administradora do Fundo e participava diretamente da definição das negociações realizadas pela Jaguar.

172. A partir dessa premissa, o Diretor Relator identifica o ardil na alienação das cotas a terceiros que não dispunham do mesmo conhecimento acerca das deficiências que sustentavam seu preço. Em sua leitura, a assimetria explorada não seria fortuita, pois decorreria da própria posição de Benjamim na estrutura que havia permitido converter os ativos aportados na 3ª Emissão em cotas posteriormente negociadas pela Jaguar. O voto relaciona, assim, o ganho aproximado de R\$6,99 milhões da entidade ao descompasso entre o preço praticado e o valor econômico das cotas e registra perdas estimadas em R\$5.835.052,93 suportadas por investidores não relacionados, concluindo que a Jaguar funcionou como instrumento de realização da vantagem decorrente da fraude.

173. O Diretor Relator também rejeita o argumento de que a manutenção, pela Jaguar, de 7.321.952 cotas do Fundo em carteira, então avaliadas em aproximadamente R\$106,9 milhões, seria incompatível com a imputação. Nesse sentido, destaca que: **(i)** o tipo não exige a efetiva produção da vantagem pretendida, embora ela tenha se realizado em parte no caso concreto; **(ii)** a imputação não se funda em suposta atividade especulativa, mas na utilização da Jaguar como veículo para realização da vantagem decorrente do descompasso entre o valor econômico das cotas e aquele pelo qual foram negociadas; e **(iii)** a manutenção posterior de posição relevante não altera retroativamente a natureza das alienações já realizadas.

174. Em relação a Benjamim de Almeida, o Diretor Relator esclarece, desde o início, que sua responsabilização não pode ser extraída simplesmente da posição ocupada no vértice da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

estrutura societária. Embora considere relevante que Benjamim fosse o único acionista da FG Participações, sociedade que controlava a Sefer por intermédio da Foco e detinha 70% da Entre, bem como seu vínculo com a Jaguar, o voto procura individualizar sua participação a partir de elementos que demonstrariam sua intervenção concreta na operação.

175. Nesse sentido, atribui especial relevância aos relatos convergentes dos três antigos diretores responsáveis da Sefer, de modo que: **(i)** Elisangela Katia Capassi afirmou que as ordens partiam de Benjamim ou de representantes das sociedades a ele vinculadas e relatou resistência do controlador à implementação de novos procedimentos⁹⁸; **(ii)** David João Abdala Júnior declarou ter recebido solicitações de Benjamim que lhe causavam desconforto⁹⁹; e **(iii)** Aluizio Honorio Moizinho Junior confirmou a participação de Benjamim nas negociações por intermédio das de outras gestoras¹⁰⁰. Além disso, o voto destaca que o próprio Benjamim, em sua defesa, reconheceu que as ordens de compra e venda da Jaguar eram dadas diretamente por ele.

176. A esses elementos, o Diretor Relator acrescenta a convergência operacional existente entre Sefer, Entre e Jaguar. No seu entendimento, as três entidades apareciam de forma recorrente na ponta compradora das alienações realizadas pelos subscritores da 3ª Emissão, ao mesmo tempo em que convergiam, por relações de controle, benefício ou determinação das ordens, para Benjamim. O voto considera ainda a sequência das negociações envolvendo a Talent, cuja magnitude e proximidade temporal seriam incompatíveis com uma convergência meramente fortuita. É a articulação entre esses elementos que leva o Diretor Relator a identificar em Benjamim o ponto comum de coordenação das diferentes frentes da operação.

177. Por essa mesma razão, o Diretor Relator afasta a alegação de que a ausência de cargo formal de Benjamim na Sefer ou na Entre excluiria sua responsabilidade. No seu entendimento, a imputação repousa naquilo que ele efetivamente teria feito, e não na titularidade de determinada posição formal. Nesse sentido, destaca que, admitir que Benjamim fosse alheio à estrutura fraudulenta exigiria supor que Sefer, Entre e Jaguar tenham atuado de maneira coordenada, em benefício do mesmo agente, enquanto as ordens da Jaguar partiam

⁹⁸ Doc. nº 1073590.

⁹⁹ Doc. nº 1080712.

¹⁰⁰ Doc. nº 1080762.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

dele e os próprios diretores da Sefer lhe atribuíam intervenção nas negociações, sem que Benjamim tivesse conhecimento ou participação nessa atuação conjunta. Essa hipótese é considerada incompatível com o conjunto dos autos.

178. Sem divergir das conclusões alcançadas pelo Diretor Relator quanto aos três acusados, considero oportuno acrescentar algumas observações sobre os fundamentos utilizados para caracterizar sua participação na operação fraudulenta, especialmente à luz das premissas expostas na Seção I.

179. Quanto à **Sefer Investimentos DTVM Ltda.**, considero importante precisar, em complemento às considerações feitas pelo Diretor Relator, que, em geral, a demonstração do elemento subjetivo extrapola a noção de que o prestador de serviços “sabia ou deveria saber” a respeito de uma eventual irregularidade. A existência de vícios cognoscíveis ou de *red flags* pode integrar o conjunto probatório e contribuir para a demonstração do conhecimento, mas em regra não substitui a necessidade de concluir, a partir do conjunto dos fatos, que a atuação institucional de uma entidade se desenvolveu com conhecimento das características essenciais da fraude e foi deliberadamente orientada à execução do mecanismo e à obtenção da vantagem ilícita. **Concordo com o Diretor Relator, entretanto, que a situação que aqui se apresenta é de outra ordem.**

180. À luz do conjunto concreto de fatos e da natureza extrema dos vícios que macularam as integralizações, **a única interpretação verossímil é que a Sefer permitiu as integralizações e tudo que delas decorreu precisamente porque era conhecedora da operação fraudulenta que conectava todos estes atos.**

181. Por sua vez, não atribuo ao fato de o Fundo ser destinado a investidores qualificados o alcance que os acusados pretendem conferir-lhe, conforme disposto em memorial protocolado pela defesa¹⁰¹. A rigor, essa característica justificava determinadas flexibilizações regulatórias, inclusive aquelas expressamente previstas na Instrução CVM nº 472/2008, mas não transforma a maior capacidade técnica presumida dos cotistas do Fundo em imunidade contra práticas fraudulentas, nem afasta a aptidão de informações ou documentos artificialmente utilizados para induzir ou manter terceiros em erro. A sofisticação presumida

¹⁰¹ Doc. nº 2818868.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

dos investidores pode ser relevante para determinados deveres regulatórios, mas não regulariza o expediente fraudulento nem exclui, por definição, sua aptidão enganosa.

182. O memorial apresentado pela Sefer acrescenta, ainda, que os auditores independentes não apresentaram ressalva ou ênfase nas demonstrações financeiras do Fundo de 2020 quanto aos valores dos bens integrantes da carteira desse veículo, circunstância que, segundo os acusados, reforçaria a inexistência de elementos que permitissem à Sefer identificar a fraude. Da mesma forma, esse fato também não produz a consequência que a defesa espera. As demonstrações financeiras invocadas são posteriores às integralizações da 3ª Emissão e às principais negociações aqui examinadas, e a ausência de ressalva em demonstrações posteriores não converte retrospectivamente em regulares os documentos e atos que devem ser examinados à luz das circunstâncias existentes à época.

183. Por fim, faço apenas uma ressalva quanto ao papel probatório de algumas das omissões e irregularidades regulatórias atribuídas à Sefer, já examinados pelo Diretor Relator em seus respectivos enquadramentos. A esse respeito, acompanho o entendimento de que tais circunstâncias podem integrar o conjunto de elementos relevantes para reconstruir a atuação institucional da acusada e, quando relacionadas à execução da operação, reforçar a conclusão quanto ao seu caráter deliberado. Não considero, contudo, que esses descumprimentos constituam, de maneira isolada, o ardil exigido pelo tipo, nem que todos apresentem necessariamente relação instrumental com a fraude. Sua relevância, para esta imputação, decorre da conjugação com elementos de natureza distinta e mais diretamente relacionados à estrutura fraudulenta ora examinada: a participação da Sefer na formalização das posições no mercado primário, sua atuação reiterada na circulação subsequente das cotas e, sobretudo, os elementos que revelam a influência concreta de Benjamim sobre a condução da instituição. É esse conjunto, e não a simples acumulação de infrações regulatórias, que permite concluir que a atuação institucional da Sefer se integrou deliberadamente ao mecanismo fraudulento e à finalidade de obtenção da vantagem ilícita.

184. Quanto à **Jaguar Investments Horizon LLC**, acompanho a conclusão alcançada pelo Diretor Relator, especialmente no que diz respeito à forma pela qual deve ser aferido o elemento subjetivo de uma pessoa jurídica e à posição efetivamente ocupada por Benjamim na estrutura responsável por suas decisões negociais. Nesse sentido, não atribuo caráter



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

decisivo ao resultado positivo das operações realizadas pela acusada ou à posterior manutenção de posição no Fundo, circunstâncias que podem integrar o conjunto probatório, mas não constituem pressupostos para a caracterização da fraude.

185. Em linha com o entendimento já manifestado por este Colegiado, a aferição da responsabilidade subjetiva de uma pessoa jurídica exige identificar a conduta das pessoas naturais por meio das quais se formaram e executaram as decisões imputadas à própria entidade. Como a sociedade necessariamente atua por intermédio de pessoas naturais, o exame do elemento subjetivo pressupõe identificar se a conduta dessas pessoas pode, nas circunstâncias do caso concreto, ser juridicamente imputada à própria entidade¹⁰². Isso não significa, naturalmente, que todo ilícito praticado por sócio, administrador, empregado ou preposto possa ser automaticamente atribuído à pessoa jurídica. Em linha com o que foi exposto na Seção I, é necessário demonstrar que, nas circunstâncias do caso concreto, a

¹⁰² Nesse sentido, vale citar a manifestação de voto do então Diretor Pablo Renteria no PAS CVM nº RJ2015/1034, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 23/08/2016, na qual, ao examinar os critérios de imputação de responsabilidade administrativa às pessoas jurídicas, advertiu para a necessidade de “evitar a perspectiva antropomórfica” e assentou que a pessoa jurídica “responde administrativamente por ato que [...] juridicamente, lhe é imputável”. A premissa subjacente é que, por não possuir capacidade volitiva ou atuação material autônomas, a pessoa jurídica necessariamente se manifesta por meio de pessoas naturais, sem que isso autorize, contudo, a imputação automática de todo ilícito praticado por alguém que com ela mantenha vínculo societário, estatutário ou contratual. No próprio precedente, a responsabilização da sociedade foi admitida porque o Colegiado entendeu que a atuação irregular não se restringira a atos pessoais de um de seus sócios, tendo a própria pessoa jurídica sido empregada no exercício de atividade de administração de carteiras sem a autorização exigida pela regulamentação. Em sentido complementar, no PAS CVM nº RJ2014/12921, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 10/02/2017, prevaleceu a absolvição de determinada corretora da imputação de operação fraudulenta porque não se demonstrou suficientemente que a conduta praticada por um de seus empregados pudesse ser atribuída à própria pessoa jurídica. Naquele caso, o colaborador exercia função de natureza comercial e, embora tenha sido pessoalmente responsabilizado pela prática de *churning*, o voto condutor considerou insuficiente o simples fato de integrar o quadro funcional da corretora, destacando que a acusação se apoiava essencialmente nesse vínculo, sem individualizar elementos aptos a demonstrar que sua atuação correspondia a uma decisão ou conduta institucional da sociedade. Embora tenha havido divergência quanto à participação concreta da corretora, o entendimento que prevaleceu evidencia que a posição de empregado ou preposto, por si só, não basta para fazer repercutir seu elemento subjetivo sobre a pessoa jurídica. Por fim, mais próximo da hipótese de operação fraudulenta ora examinada é o PAS CVM nº 19957.006858/2019-25, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 15/10/2024, no qual uma gestora e seu diretor responsável pela administração de carteiras foram conjuntamente responsabilizados pela fraude. Nesse caso, o elemento subjetivo da pessoa jurídica não foi extraído da mera posição formal do administrador, mas da constatação de que as decisões por ele tomadas constituíam precisamente a atuação pela qual a própria gestora executava o mecanismo fraudulento. O voto registrou que a sociedade e seu administrador tinham conhecimento da inexistência dos créditos e estruturaram operações falsas com o objetivo de simular o crescimento patrimonial dos fundos, concluindo, ainda, que o administrador, de forma deliberada e intencional, estruturou as operações simuladas por meio da própria gestora. A responsabilização da pessoa jurídica resultou, assim, da coincidência entre a conduta material praticada no âmbito de sua atividade e o conhecimento e a intenção presentes nas decisões de quem efetivamente dirigia essa atuação, e não de uma simples transferência do dolo de seu administrador.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

atuação da pessoa natural se confundiu com a própria atuação da instituição, de modo que o conhecimento e a vontade que orientaram a decisão possam ser atribuídos à conduta imputada à sociedade.

186. Essa distinção assume especial importância no caso da Jaguar. Os elementos constantes dos autos não permitem afirmar que Benjamim Botelho de Almeida ocupasse cargo formal de administração na própria Jaguar Investments Horizon LLC, antiga Brazilian Multimarket Investments LLC (“BMI”). A defesa esclarece, contudo, que o BMI era controlado pela Centara Multimarket Fund SPC, fundo sediado nas Ilhas Cayman do qual Benjamim era um dos diretores, e afirma expressamente que, nessa qualidade, era ele quem emitia as ordens de compra e venda realizadas pela Jaguar¹⁰³. Benjamim, portanto, não aparece como terceiro que interferia episódica ou informalmente em suas operações, mas como pessoa inserida na administração da estrutura controladora e que, segundo os próprios acusados, exercia regularmente a atribuição de determinar as negociações da entidade.

187. A Acusação afirma, ainda, que Benjamim seria o “beneficiário final” da Jaguar no Brasil, qualificação posteriormente adotada pelo Diretor Relator e que não foi especificamente contestada pela defesa. De todo modo, não me parece necessário fazer depender apenas dessa qualificação a responsabilização de nenhum dos dois acusados. Sem desconsiderar exclusivamente esse fato, entendo que a responsabilização de Benjamim e Jaguar pode ser extraída a partir de elementos mais diretamente relacionados aos fatos imputados e sobre os quais não há qualquer incerteza: Benjamim participava pessoalmente das decisões negociais da Jaguar e dava as ordens pelas quais a entidade comprava e vendia as cotas do Fundo.

188. É justamente a conjugação desses elementos, em especial da posição ocupada por Benjamim na estrutura da Jaguar com sua atuação direta na emissão das respectivas ordens, que permite distinguir a situação da Jaguar dos precedentes em que o Colegiado afastou a responsabilidade da pessoa jurídica por não haver elementos capazes de superar o caráter

¹⁰³ Nesse sentido: “Em relação ao BMI, trata-se de fundo de investimento estrangeiro regularmente registrado perante a CVM para investir no País. BMI é controlado por Centara Multimarket Fund SPC, fundo sediado nas Ilhas Cayman e registrado na Cayman Island Monetary Authority (“CIMA”), sendo Benjamim um de seus Diretores. Importante mencionar que os Diretores do Fundo, Benjamim inclusive, são devidamente registrados na CIMA. As ordens de compra e venda do BMI são dadas por Benjamim, na qualidade de Diretor do fundo, exatamente como deveria ser.” (doc. nº 1522519).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

isolado da conduta de determinado empregado ou preposto. Aqui, a própria Jaguar foi parte nas 32 operações examinadas, e as decisões que lhes deram origem eram tomadas por Benjamim no exercício da função que ocupava na estrutura de seu controlador. Seria pouco coerente sustentar, de um lado, que essas ordens constituíam exercício regular das atribuições de Benjamim e, de outro, tratá-las como decisões estranhas à esfera de atuação da Jaguar quando se passa a examinar o elemento subjetivo da infração. Não se trata, portanto, de simplesmente transferir à pessoa jurídica o dolo de alguém a ela relacionado, mas de verificar com que conhecimento foram formadas as decisões que deram origem às operações praticadas pela própria acusada.

189. Por fim, entendo que esse mesmo conjunto probatório permite individualizar a responsabilidade de **Benjamim Botelho de Almeida**. Diferentemente de uma imputação fundada apenas em sua posição societária, os autos contêm elementos diretamente relacionados à atuação por ele efetivamente desempenhada na operação.

190. Como visto, o próprio acusado reconhece em sua defesa que as ordens de compra e venda da Jaguar eram dadas diretamente por ele¹⁰⁴. A esse elemento soma-se o relato dos antigos diretores responsáveis pela administração da Sefer entre 06/12/2018 e 22/06/2020, período que compreende parcela substancial das negociações examinadas nos autos, os quais atribuíram a Benjamim participação direta nas negociações de cotas de fundos fechados e na transmissão das respectivas ordens.

191. Essa atuação pessoal ganha significado adicional quando considerada em conjunto com a condição de beneficiário final da Jaguar e com a posição de Benjamim em relação às demais entidades que participaram de diferentes etapas da operação. É certo que vínculos societários ou posições de influência, isoladamente, não demonstram dolo e tampouco autorizam responsabilização por atos praticados por terceiros. Aqui, porém, esses vínculos não aparecem isolados, pois somam-se à atuação direta de Benjamim na definição das negociações da Jaguar e aos relatos convergentes que dão conta que ele intervia diretamente nas operações conduzidas no âmbito da Sefer. Nesse contexto, tais elementos deixam de

¹⁰⁴ Doc. nº 1522519, §73.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

representar circunstâncias meramente formais e passam a situar sua atuação concreta em diferentes pontos relevantes do mecanismo.

192. Considerados em conjunto, esses elementos demonstram, a meu ver, que Benjamim conhecia as características essenciais da fraude, compreendia a função desempenhada pelas negociações que determinava e deliberadamente orientou sua atuação à circulação das cotas e à obtenção da vantagem patrimonial associada à estrutura fraudulenta. Como essas ordens constituíam precisamente as decisões pelas quais a Jaguar comprava e vendia as cotas do Fundo, o mesmo elemento subjetivo pode ser relacionado à atuação da própria entidade, cuja responsabilidade decorre de participação própria na operação, e não da simples derivação da responsabilidade pessoal de Benjamim.

193. Com base nesses fundamentos, acompanho o Diretor Relator, com as complementações e ressalvas de fundamentação acima expostas, e voto pela responsabilização da Sefer Investimentos DTVM Ltda., da Jaguar Investments Horizon LLC e de Benjamim de Almeida pela prática de operação fraudulenta, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.

Elisangela Katia Capassi, David João Abdala Júnior e Aluizio Honorio Moizinho Junior

194. Por fim, também acompanho o Diretor Relator quanto à absolvição de Elisangela Katia Capassi, David João Abdala Júnior e Aluizio Honorio Moizinho Junior.

195. Antes de examinar individualmente a conduta dos três diretores responsáveis da Sefer, o Diretor Relator ressalta que Elisangela Katia Capassi, David João Abdala Júnior e Aluizio Honorio Moizinho Junior foram acusados exclusivamente da prática de operação fraudulenta, e não das demais infrações regulatórias atribuídas à entidade. A esse respeito, embora registre que os elementos descritos no Termo de Acusação poderiam, em sua avaliação, ter justificado a formulação de imputações relacionadas aos deveres regulatórios próprios desses administradores, esclarece que a análise deve permanecer restrita à acusação efetivamente formulada e conclui não estarem demonstrados, em relação a nenhum deles, os elementos caracterizadores da fraude.

196. Especificamente em relação a Elisangela Katia Capassi, o Diretor Relator registra que a acusada exerceu a função de diretora responsável da Sefer entre 06/12/2018 e 30/04/2019,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

período no qual ocorreu, em 15/04/2019, a subscrição realizada pela Talent. O voto considera, contudo, que os elementos apresentados pela defesa constituem contraindícios relevantes à presença de dolo. Destaca, nesse sentido: **(i)** o cenário operacional crítico que Elisangela afirma ter encontrado ao ingressar na instituição; **(ii)** a reunião realizada com a CVM em dezembro de 2018; **(iii)** a análise do cadastro e dos documentos da Talent pelas áreas jurídica e de compliance, com base no laudo da Planext de 30/11/2018; **(iv)** a pressão exercida pelo controlador para a rápida conclusão da operação; **(v)** a sugestão de consulta formal aos reguladores, recusada por Benjamim; e **(vi)** sua posterior renúncia ao cargo¹⁰⁵.

197. A partir desse conjunto, o Diretor Relator ressalva que eventuais falhas técnicas na atuação de Elisangela não desaparecem e podem estar relacionadas às infrações regulatórias imputadas à própria Sefer, mas considera insuficientes os elementos para reconhecer que a acusada conhecesse o propósito fraudulento ou tivesse deliberadamente aderido à operação. Em sua leitura, o quadro seria mais compatível com a atuação de uma profissional que, submetida à pressão do controlador e a limitações operacionais relevantes, procurou desempenhar suas atribuições e, diante das dificuldades encontradas, desligou-se da instituição.

198. Quanto a David João Abdala Júnior, que exerceu a função de diretor responsável da Sefer entre 30/04/2019 e 22/11/2019, o Diretor Relator atribui especial importância à cronologia dos fatos. Destaca, a esse respeito, que nenhuma das integralizações ocorreu durante seu mandato, tendo a subscrição da Talent sido realizada quinze dias antes de seu início e as operações da Espaço e da Milo ocorrido ainda em 2018. Quanto às negociações no mercado secundário realizadas durante sua gestão, o voto aponta que as alienações remanescentes da Talent à Entre eram atribuídas pela própria Acusação à atuação coordenada do controlador e das partes relacionadas, sem identificação de ato próprio de David na determinação dessas operações.

199. O Diretor Relator acrescenta, nesse ponto, que a função exercida por David estava concentrada em atividades de controladoria, como a verificação das posições, da regularidade cadastral e dos poderes daqueles que transmitiam ordens já definidas pelos cotistas ou pela

¹⁰⁵ Doc. nº 1073590.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

gestora. Considera também as dificuldades operacionais relatadas pelo acusado, inclusive limitações de acesso às contas e ingerência do controlador, bem como a alegação de que seu desligamento decorreu de divergências com a condução da instituição. Assim, na ausência de ato comissivo individualmente atribuído a David ou de demonstração de que conhecesse o esquema fraudulento, conclui pela insuficiência da imputação.

200. No caso de Aluizio Honório Moizinho Junior, o Diretor Relator igualmente parte da incompatibilidade cronológica entre seu período de atuação e o núcleo da operação fraudulenta. O acusado ingressou na diretoria em 22/11/2019 e assumiu efetivamente a função de diretor responsável em 04/12/2019, quando já haviam ocorrido todas as subscrições controvertidas e integralizações em ativos. Durante seu mandato, Talent e Espaço não realizaram negociações secundárias e, das operações envolvendo a posição da Milo, restaram apenas duas operações casadas, realizadas em 26/12/2019 pela mesma quantidade e pelo mesmo preço, e uma aquisição pela Entre em 31/12/2019 por preço compatível com a cotação de fechamento observada no pregão anterior.

201. Também em relação a Aluizio, o voto ressalta que, durante sua gestão, foram adotadas providências voltadas à regularização da instituição, entre elas a realização de auditorias, ajustes na carteira, notificação extrajudicial à MGI, regularização das demonstrações financeiras de 2018, instauração de Comitê de Auditoria e interlocução com a CVM¹⁰⁶. O Diretor Relator registra, ainda, que Aluizio foi destituído pelo controlador em 19/06/2020.

202. Embora acompanhe a conclusão quanto à absolvição desses três acusados, considero importante apenas qualificar o peso atribuído às circunstâncias defensivas acima descritas. Nem todas contam com o mesmo grau de corroboração objetiva nos autos, especialmente quando dizem respeito à avaliação que os próprios acusados fazem das dificuldades enfrentadas em suas gestões, do grau de autonomia de que dispunham ou das razões que teriam motivado seus desligamentos.

203. Ainda que essa cautela não diminua a relevância probatória de seus relatos sobre fatos por eles presenciados, sobretudo quando convergentes com outros elementos dos autos, ela recomenda que a absolvição não se apoie exclusivamente na avaliação que cada acusado faz

¹⁰⁶ Doc. nº 1080762; documentos 3 a 12 anexos à defesa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

da diligência de sua própria atuação. A conclusão absolutória encontra fundamento mais seguro na insuficiência da própria tese acusatória para demonstrar, de forma individualizada, o dolo exigido para a operação fraudulenta, bem como nos contraindícios constantes dos autos, que, a meu ver, impedem que se reconheça, com o grau de segurança exigido para a condenação, o elemento subjetivo necessário à caracterização do ilícito em questão.

204. Com efeito, depois de concluir que a Sefer atuara no mercado secundário para proporcionar liquidez às operações reputadas fraudulentas, o Termo de Acusação afirma que, como as negociações ocorreram entre 29/10/2018 e 31/03/2020, os diretores responsáveis pela instituição “nesse mesmo período” deveriam igualmente ser responsabilizados pela operação fraudulenta¹⁰⁷. A leitura feita pela acusação demonstra a sobreposição temporal entre o exercício dos cargos e parte dos fatos, mas não percorre o caminho necessário para individualizar a responsabilidade subjetiva de cada diretor. Evidentemente, o período de exercício da função é circunstância relevante, sobretudo diante da centralidade da Sefer na estrutura examinada, mas isoladamente não oferece indícios suficientes para se concluir que cada acusado conhecia as características essenciais da fraude e tenha atuado deliberadamente para contribuir para sua execução.

205. A situação de **Elisangela Katia Capassi** exige consideração adicional porque, diferentemente dos demais acusados, o Termo de Acusação lhe atribui especificamente responsabilidade pela subscrição realizada pela Talent no âmbito da 3ª Emissão. Em particular, a Acusação registra que, ao ser questionada durante a investigação, a então diretora informou terem sido realizados procedimentos de *KYC* e análise cadastral pela Sefer e reconheceu que não houve questionamento quanto aos problemas posteriormente identificados no laudo, concluindo, a partir daí, que ela deveria responder pela fraude juntamente com a instituição¹⁰⁸.

206. Esses elementos permitem formular um juízo bastante mais crítico sobre a diligência empregada por Elisangela do que aquele que decorreria da simples leitura de sua narrativa defensiva. A ausência de questionamento sobre documentos relevantes para uma integralização de dimensão expressiva, somada às próprias circunstâncias de anormalidade

¹⁰⁷ Doc. nº 1252757, §§196-232.

¹⁰⁸ Doc. nº 1252757, §§64-67.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

que a acusada relata ter percebido durante sua gestão, indica que **sua atuação ficou, no mínimo, muito aquém do grau de cautela e diligência esperado de quem ocupava a função de diretora responsável pela administração fiduciária**. A absolvição da acusada não significa, portanto, reconhecer que sua atuação tenha sido irrepreensível. O ponto é que uma possível atuação severamente negligente e censurável à luz dos deveres inerentes ao cargo, não basta para caracterizar a operação fraudulenta, infração que, como exposto na Seção I, não admite modalidade culposa.

207. Para a imputação ora examinada, seria necessário demonstrar algo além da deficiência das diligências realizadas. O Termo de Acusação não individualiza ato pelo qual a diretora tenha participado, com essa finalidade, da concepção, coordenação ou execução do expediente, nem apresenta elementos adicionais que permitam converter a insuficiência na análise dos documentos em adesão dolosa à fraude. As demais circunstâncias por ela relatadas integram naturalmente o conjunto probatório e instauram a dúvida razoável, mas a insuficiência da imputação subsiste independentemente do valor conclusivo que se atribua a cada uma delas.

208. A essa insuficiência somam-se algumas circunstâncias que também fragilizam a conclusão por uma conduta dolosa. Embora a integralização da Talent e parte das negociações de cotas no mercado secundário tenham ocorrido durante sua gestão, Elisangela ainda não exercia a função quando do início da emissão ou quando realizadas as integralizações da Espaço e da Milo, ao passo que as subscrições do Banco Master contemporâneas à sua atuação foram realizadas em moeda corrente.

209. Também examino as circunstâncias que marcaram sua passagem pela instituição. Em sua defesa, a acusada afirma ter encontrado a Sefer em quadro de acentuada desorganização operacional e, nesse contexto, ter realizado levantamento da situação dos fundos e dos processos internos, bem como coordenado esforços para a revisão da precificação de ativos e a regularização de auditorias pendentes. Relata, ainda, ter questionado o controlador sobre a regularidade das negociações no mercado secundário e proposto consulta formal aos reguladores, além de ter participado de reunião com a CVM para tratar de outras pendências da instituição. Embora tais elementos encontrem respaldo unicamente na própria narrativa defensiva, sem comprovação autônoma nos autos, entendo que não podem ser inteiramente



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

desconsiderados, sobretudo à luz do breve período em que Elisangela permaneceu no cargo e de sua renúncia em 30/04/2019.

210. Esse conjunto não afasta as ressalvas já feitas quanto à sua atuação, mas reduz a força da inferência de que as deficiências verificadas decorreriam de conhecimento e adesão consciente à operação fraudulenta, impedindo, a meu ver, que se reconheça o dolo com a segurança necessária à condenação.

211. Em relação a **David João Abdala Júnior**, a insuficiência da tese acusatória é ainda mais pronunciada. O Termo de Acusação registra seu período de exercício do cargo, reproduz as respostas por ele apresentadas durante a investigação e, ao final, inclui-o entre os responsáveis porque parte das negociações secundárias ocorreu durante sua gestão¹⁰⁹. Não identifica, contudo, ordem, decisão, negociação ou outro ato concreto por ele determinado que tenha contribuído para a execução da fraude. Ao contrário, os próprios elementos reproduzidos pela Acusação registram que as decisões de investimento eram atribuídas a outros agentes e que David recebia solicitações do controlador que, segundo declarou, lhe causavam desconforto.

212. Também aqui, a ausência de prova do dolo não deve ser confundida com uma conclusão positiva acerca da diligência empregada pelo acusado. As dificuldades operacionais que David relata ter enfrentado **não o dispensavam dos deveres próprios da função que assumira, e o simples fato de as decisões negociais serem determinadas por terceiros não eliminava suas responsabilidades enquanto diretor da instituição**. O que falta, porém, para os fins desta imputação específica, é a demonstração de que David tenha participado conscientemente da fraude. Na prática, não há elementos suficientes para demonstrar o elemento subjetivo em relação ao acusado.

213. O mesmo déficit se verifica, com ainda maior nitidez, em relação a **Aluizio Honório Moizinho Junior**. A SRE extrai sua responsabilidade fundamentalmente da coincidência temporal entre o exercício da função e o período global das negociações, embora os próprios quadros e datas elencados no Termo de Acusação revelem que ele ingressou quando as integralizações e a parcela substancial das operações secundárias já haviam ocorrido. Nesse

¹⁰⁹ Doc. nº 1252757, §§193-196.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

caso, algumas das circunstâncias invocadas pela defesa encontram respaldo, ainda, em documentação contemporânea, que registra sua participação: **(i)** em discussões destinadas à correção da carteira do Fundo¹¹⁰; **(ii)** em cobranças relacionadas às auditorias das investidas e do próprio Fundo¹¹¹; e **(iii)** em interlocução direta com a CVM acerca das demonstrações financeiras pendentes¹¹².

214. Há, ainda, registro de sua participação na reunião do Comitê de Auditoria que deliberou pela realização de auditoria interna destinada a apurar possíveis falhas nas operações realizadas com cotas do Fundo¹¹³ e, após sua destituição, de comunicação à CVM com solicitação de reunião para tratar dos planos de ação então em curso¹¹⁴.

215. Naturalmente, a adoção dessas providências pelo acusado não afasta automaticamente a sua eventual participação na fraude ora analisada, caso tal participação estivesse devidamente demonstrada. Aqui, contudo, falta justamente a prova de que Aluizio conhecesse o esquema fraudulento e tivesse atuado deliberadamente para contribuir para sua execução. Nesse contexto, a documentação contemporânea, ao registrar iniciativas voltadas à revisão de posições, à obtenção de informações e ao tratamento de problemas já existentes, reforça uma percepção que decorre inicialmente da insuficiência da própria imputação.

216. Essa distinção é particularmente importante porque a responsabilidade da própria Sefer pela operação fraudulenta não pode ser simplesmente projetada sobre cada diretor que sucessivamente ocupou a função de responsável pela administração fiduciária. **Como exposto acima, a condenação da referida instituição decorre do conjunto de atos que constituíram sua atuação nas diferentes etapas da operação e dos elementos que revelam a influência concreta exercida por Benjamim sobre sua condução, o que não pressupõe reconhecer dolo em cada um dos diretores formalmente responsáveis durante o período.**

217. Com efeito, é possível que um diretor tenha desempenhado suas funções de maneira deficiente, deixado de adotar diligências esperadas ou falhado no exercício de deveres de

¹¹⁰ Doc. nº 1522460, “Doc. 06 - Email ajuste carteira 28042020”.

¹¹¹ Mais precisamente: doc. nº 1522460, “Doc. 03 - Email auditoria MGI”; doc. nº 1522460, “Doc. 04 - Email auditoria CBI”; e doc. nº 1522460, “Doc. 05 - Email auditoria Iron Capital”.

¹¹² Doc. nº 1522460, “Doc. 09 - Email Aluizio x CVM compromisso de entrega de DFs”.

¹¹³ Doc. nº 1522460, “Doc. 10-11 - Comitê de Auditoria INDIGO 12062020”.

¹¹⁴ Doc. nº 1522460, “Doc. 12 - Email Solicitando Call com CVM após saída”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

supervisão sem que daí decorra sua participação dolosa na fraude. A concentração regulamentar de determinados deveres em um diretor responsável não o transforma em garantidor universal dos atos da sociedade, nem permite presumir seu dolo a partir da caracterização do ilícito em relação à pessoa jurídica.

218. Por fim, importa ressaltar que as lacunas do Termo de Acusação tampouco são supridas pelos demais indícios constantes dos autos. Para além das funções exercidas e da coincidência temporal com determinadas etapas da fraude, o conjunto probatório não contém elementos mínimos para atribuir a qualquer dos três acusados participação dolosa na operação fraudulenta.

219. Com base nesses fundamentos, acompanho o Relator e voto pela absolvição de Elisangela Katia Capassi, David João Abdala Júnior e Aluizio Honorio Moizinho Junior da imputação de infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.

É como voto.

Rio de Janeiro, 8 de setembro de 2026.

Marina Copola

Diretora