



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Teixeira da Silva, 217, 8º e 9º andares - Vila Mariana, São Paulo/SP.– CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003286/2024-90

Reg. Col. 3301/25

Acusados: More Invest Gestora de Recursos Ltda.; Cadence Gestora de Recursos Ltda.; João Adamo Junior; Erlon Caramuru Tomasi; Alberto Coppola Bove; e Marcos Navajas.

Assunto: Apuração de possível realização de operações fraudulentas, relacionadas à destinação de recursos da UEG Araucária Ltda., por meio do Índico Fundo de Investimento Multimercado Crédito Privado, a ativos direta ou indiretamente vinculados à GBX Tietê II Empreendimentos e Participações S.A., entre outubro de 2014 e setembro de 2017.

Relator: Diretor João Accioly

RELATÓRIO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS instaurado pela Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (“SIN” ou “Acusação”), por meio de Termo de Acusação de 20.7.2024 (2022503) (“TA”), aberto em razão de reclamações da UEG Araucária Ltda. (“UEGA”) e de sua controladora, Companhia Paranaense de Energia (“COPEL”).

2. A Acusação imputa aos acusados a realização de operação fraudulenta (art. 2º, III, c/c art. 3º da RCVM 62). Em síntese, a Acusação entende que recursos da UEGA foram direcionados, por meio do Fundo Índico e em desacordo com a política de investimentos contratada e com as alçadas de seu contrato social, a ativos lastreados na GBX Tietê II Empreendimentos e Participações S.A. (“GBX”), companhia fechada em fase pré-operacional, de forma encoberta das sócias da UEGA e dos usuários de suas demonstrações financeiras, para permitir a saída, com lucro, dos idealizadores do empreendimento.

3. As Defesas sustentam, em linhas gerais, que o investimento foi decidido e aprovado pela própria administração da UEGA, investidora profissional, com base em laudos e diligências; que as alçadas do contrato social não alcançariam investimentos; que a Acusação incorre em viés de retrospectiva e não demonstra dolo, vínculo entre os acusados nem vantagem ilícita; e, preliminarmente, suscitam prescrição, inépcia, incompetência da CVM e irretroatividade da Resolução CVM 62.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

II. ACUSAÇÃO

4. A UEGA opera a Usina Termelétrica de Araucária/PR e tem como sócias a COPEL (majoritária, com 80% das quotas, diretamente e por meio da Copel Geração e Transmissão S.A.) e a Petróleo Brasileiro S.A., com 20%, ambas sociedades de economia mista abertas (TA, §4º; 1246517). Seu contrato social previa um Comitê Deliberativo, com cinco representantes, e um Comitê Administrativo, com três diretores, a quem cabia a condução dos “negócios diários”, inclusive “transferências monetárias e investimentos”, vedado, sem aprovação do Comitê Deliberativo, contratar, incorrer em obrigação ou alienar bens em valor superior a R\$ 1 milhão, salvo previsão orçamentária. Valores acima de R\$ 25 milhões dependiam de aprovação de sócias com ao menos 81% das quotas, e contratos e procurações exigiam a assinatura de dois diretores (2023934).

5. Em 29.8.2014, Erlon Tomasi e o Diretor Técnico, F.C., contrataram a More Invest para a administração não discricionária da carteira da UEGA (“Contrato de Carteira”) e lhe outorgaram procuração (2023877; 2023879; 2023928). Segundo a Acusação, o Anexo III do contrato (Política de Investimento) fixava carteira 100% em renda fixa, limite que alcançaria também a gestão discricionária e os fundos geridos pela contratada nos quais a UEGA investisse (TA, §§67-83, 301-303). A gestão seria conduzida exclusivamente por João Adamo, segundo a More (2023902). Em 25.9.2014, foi constituído o Fundo Índico, exclusivo da UEGA, gerido pela More e, a partir de 6.9.2016, pela Cadence.

6. A GBX, responsável por empreendimento imobiliário em Osasco/SP (“Projeto Osasco”), teve dois idealizadores, Marcos Navajas e Alberto Coppola, que, em 24.7.2013, subscreveram por meio de fundo exclusivo todas as 20,28 cotas iniciais do Osasco FII, a R\$ 250 mil cada; o fundo adquiriu, no dia seguinte, a totalidade das ações da GBX por R\$ 5 milhões (2022572).

7. Com marcações a mercado baseadas em laudos (NAI DWorking/HLV, Deloitte e Colliers) (2058276), a cota do Osasco FII passou de R\$ 250 mil para R\$ 18.275.034 entre 24.7.2013 e 27.10.2016, alta de 7.210%. Nesse período, os idealizadores do projeto (§6) venderam cotas no mercado secundário e reduziram sua participação de 100% para 38,65% (18.4.2019), com lucro estimado em mais de R\$ 150 milhões, destinando pequena parte dos recursos à subscrição de cotas primárias (2022572). A UEGA, por seus veículos, foi a principal adquirente (TA, Quadro 5):

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS****Adquirentes de cotas do Osasco FII alienadas por Marcos e Alberto**

Investidor	Participação adquirida	Preço médio da cota (R\$)	Alta sobre a cota inicial
UEG Araucária Ltda.	30,23%	16.395.035,56	6.458,01%
Buena Vista Investments Limited	9,96%	14.204.814,90	5.581,93%
Magliano Macro FIC FIM	4,55%	14.107.483,75	5.542,99%
Norton Glabes Labes	1,17%	6.422.236,35	2.468,89%
Eduardo Carlier	0,98%	6.426.267,15	2.470,51%
Instituto de Prev. Mun. de Limeira	0,93%	17.913.344,67	7.065,34%
Total	47,82%		

8. A primeira venda à UEGA ocorreu em 9.12.2014, com cota a R\$ 14.241.744. Até 18.4.2019, a UEGA investira R\$ 118.659.450,64 no Osasco FII, diretamente, pelo Fundo Índico e pelo Cadence Salton FIM, fundo também exclusivo seu e gerido pela Cadence a partir de 6.7.2015 (2022542; 2022572). Os recursos não ingressaram na GBX, que, em 31.12.2017, tinha dívida líquida de cerca de R\$ 130 milhões e os terrenos como únicos ativos (2023711; 2023718).

9. Em 18.4.2019, a composição do Osasco FII era a seguinte (Relatório GSR-2, 1954079, Quadro 9; TA, §§27 e 31). Na mesma época, os idealizadores mantinham participação indireta de 22,68% na GBX (TA, §32):

Composição do Osasco FII em 18.4.2019

Cotista	Participação	Ingresso no Fundo
UEG Araucária Ltda. (diretamente, pelo Fundo Índico e pelo Cadence Salton FIM)	30,23%	9.12.2014
Marcos Navajas (por fundos exclusivos)	19,58%	24.7.2013 (49,95%)
Alberto Coppola Bove (por fundos exclusivos)	19,07%	24.7.2013 (50,05%)
Buena Vista Investments Limited	9,96%	5.2.2015
Fundos de investimento (consolidado)	8,95%	6.7.2015 ^(a)
Institutos de previdência (consolidado)	8,01%	29.7.2014 ^(a)
Pessoas físicas (consolidado)	3,64%	17.2.2014 ^(a)
Outros (consolidado)	0,56%	—
Total	100,00%	

^(a) Data de ingresso do primeiro cotista da categoria. Fonte: Relatório GSR-2, Quadro 9 (2022542).

10. Parte dessas posições foi adquirida da própria UEGA. Seus veículos venderam cotas, no mercado secundário, ao Instituto de Previdência da OAB do Rio de Janeiro (2,28% do Fundo), a R\$ 17.985.902,00 por cota, acima do preço médio de R\$



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

16.395.035,56 que a UEGA pagara aos idealizadores, e a dois fundos multimercado que somavam 4,13% do Fundo (1954079, §§94 e 97; TA, Quadro 5). A UEGA permaneceu no investimento: sua participação passou de 23,78% em 31.12.2015 para 33,37% em 31.12.2016 e era de 30,24% em 18.4.2019, quando seguia como maior cotista (1954079, Quadros 34 e 40 e §92).

11. Considerados o Osasco FII, o Cadence Salton FIM, o FII Sofi (que investia no Pacalu FII, também gerido pela Cadence) e as debêntures da GBX, a exposição do Fundo Índico à GBX evoluiu como segue (TA, Quadros 7, 12 e 13), tendo chegado a uma participação indireta de 22% no capital da companhia em dezembro de 2016:

Fundo Índico: ativo total, patrimônio líquido e exposição à GBX (R\$)

Data-base	Ativo total	Patrimônio líquido	Exposição à GBX	% do ativo
Dez. 2014	43.062.447,06	43.021.370,21	30.687.600,72	71,26%
Dez. 2015	111.882.941,71	111.781.856,54	96.680.401,94	86,41%
Dez. 2016	165.900.664,13	165.748.636,01	146.961.559,27	88,58%
Dez. 2017	145.359.488,12	6.846.864,74	131.457.672,71	90,44%

12. O regulamento original do Fundo Índico previa conversão em D+1 e pagamento em D+4, prazo que a Acusação considera incompatível com ativos ilíquidos. Em 16.6.2015, assembleia convocada pela administradora alterou a conversão para 1.440 dias corridos (2024676) (TA, §§190-192, 214). Ainda assim, as demonstrações financeiras da UEGA de 2014 a 2016 registraram o investimento no ativo circulante, como “*Fundo exclusivo com benchmark de 110% do CDI [...] com liquidez imediata*”, rubrica que chegou a 44% do ativo e 50% do patrimônio líquido em 2016 (TA, §§37, 48, Quadro 6). Segundo a COPEL, a classificação foi feita na abertura da aplicação e o novo regulamento “*não chegou ao conhecimento do contador da UEG Araucária*” (2023775); a Acusação atribui a Erlon, que elaborava as demonstrações com a equipe contábil e obtinha as informações da More, a responsabilidade pela omissão.

13. Em 30.10.2015, Erlon Tomasi recebeu análise do Banco Petra sobre a 4ª emissão de debêntures da GBX que apontava, entre outros, *rating* vencido, remuneração baixa para o risco e “*péssima liquidez do grupo GBX*”, e concluía: “*Não indicaríamos o ativo para compra em nossos fundos*” (2024098). Em depoimento, disse que recebeu a informação e decidiu prosseguir.

14. Em outubro de 2017, após contrato de gás com a Petrobras que exigia pagamento antecipado, a UEGA não conseguiu pagar o combustível por falta de liquidez (2023807). Assim, as demonstrações financeiras foram reapresentadas e reconheceu-se influência



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

significativa na GBX desde julho de 2015, com reclassificação para coligada, e constituiu-se provisão que reduziu o lucro de 2015 e aumentou o prejuízo de 2016 em R\$ 156,187 milhões no total (2023862).

15. Segundo o diretor da COPEL, houve 24 aportes no Fundo Índico, o primeiro deles precedido de 30 transferências de R\$ 1 milhão no mesmo dia, a partir do Banco do Brasil, para contornar o limite do contrato social (2023944). Em depoimento, F.C. e Erlon Tomasi confirmaram a prática, afirmando que também era usada em pagamentos operacionais orçados, porque o banco aplicava literalmente o contrato social (TA, §§126-128, 136-139). F.C. declarou ter assinado apenas para cumprir a exigência de duas assinaturas e não foi acusado.

16. Em seu depoimento, Erlon Tomasi assumiu a decisão de contratar a More, sem licitação; disse que não definiu a política de investimentos nem compartilhava decisões com a gestora, que o investimento na GBX foi sugestão de João Adamo e que não sabia que as aquisições eram feitas no mercado secundário, de pessoas que “*não conhecia*”; justificou a aplicação pelo caixa elevado em 2014 e pela redução de dividendos à COPEL; e atribuiu a classificação contábil a “*um erro da auditoria*”, embora a reconhecesse incorreta (2024088 a 2024095).

17. A Acusação aponta, ainda, que, em 12.12.2016, Erlon tornou-se sócio da panamenha Xayona Investments Inc., anteriormente de Marcos Navajas, detentora de cotas da Wilkem S. de R.L., que, em 20.12.2016, tinha Alberto Coppola e Marcos Navajas entre seus sócios, o que evidenciaria relacionamento comercial entre eles “*pelo menos a partir de 12/12/2016*” (2024678) (TA, §§197-201).

18. Com base nesses fatos, a Acusação sustenta a presença dos três elementos da operação fraudulenta. O **ardil ou artifício** consistiria no conjunto formado pela inobservância deliberada, pela More e pela Cadence, da política de renda fixa; pela extrapolação das alçadas do contrato social, que as gestoras teriam o dever de conhecer; pelo fracionamento das transferências; pelo Contrato de Carteira, cujos termos teriam servido “*tão somente para revestir a documentação de um aparente atendimento às limitações de alçada e de liquidez*”; e pelo regulamento com resgate em D+4, com posterior omissão de sua alteração.

19. A **indução e manutenção de terceiros em erro** recairia sobre as sócias da UEGA e os usuários de suas demonstrações financeiras, inclusive os acionistas da COPEL, pela apresentação do investimento como aplicação líquida atrelada ao CDI. A **vantagem ilícita** seria a obtida por Marcos e Alberto na venda de cotas a preços sustentados por laudos cuja premissa, a destinação de recursos ao projeto, não se cumpriu, tendo a UEGA dado liquidez à sua saída; a More, questionada, afirmou que “*tinha ciência da forma de*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

aquisição” (2024714).

20. Quanto à prescrição, sustenta que o Processo CVM nº 19957.011138/2017-10, da SEP, e as apurações do processo de origem constituíram atos inequívocos de apuração.

III. DEFESAS

III.1. MORE INVEST

21. Alega que a UEGA se classificou como investidora qualificada, com tolerância a risco e horizonte de longo prazo (Anexo II), e que, nos termos da cláusula 1.4 do Contrato de Carteira, a decisão final de investimento era compartilhada e dependia de aprovação prévia, inclusive verbal. Os investimentos teriam sido realizados em interações com Erlon, responsável pela contratação e pela representação da UEGA, conforme e-mails trocados com João, inclusive para atender a pedidos de esclarecimento dos órgãos de governança da UEGA. Invoca a declaração de Erlon ao Valor Econômico (*“Mas eu sabia [...] E não me opus”*) e seu depoimento, do qual extrai que o investimento foi autorizado em momento de maior liquidez, para reduzir dividendos e constituir garantia, e mantido mesmo após o relatório do Banco Petra.

22. Sustenta que a decisão de investimento se baseou principalmente no relatório da Austin Rating de 25.9.2014 (*rating “brA”*, válido até junho de 2016) e nos relatórios da Deloitte de 2014 e 2015 (patrimônio da GBX de R\$ 521,3 milhões em maio de 2014 e R\$ 665,4 milhões em maio de 2015), devendo ser apreciada à luz da *business judgment rule* (PAS CVM nº RJ2005/1443, Rel. Dir. Pedro Marcílio). Argumenta que o próprio TA admite apoiar-se em *“provas indiciárias”*, o que afastaria o dolo; que o relatório do Banco Petra é posterior ao primeiro investimento; e que votou na assembleia de 16.6.2015 com base em procuração da UEGA de 14.5.2015 (item “j”).

23. Quanto às alçadas, adota interpretação segundo a qual o Contrato de Carteira não gerava obrigações para a UEGA além da remuneração da gestora, e investimento não se confunde com dispêndio ou obrigação, pois o investidor conserva a propriedade dos recursos; acrescenta que, pela cláusula 3.4, a UEGA assumiu a responsabilidade pelos requisitos de assinatura do contrato, e que limitações internas do contrato social não são oponíveis a terceiros de boa-fé. Registra, ainda, que as contas da UEGA e do Fundo Índico foram auditadas e aprovadas no período e que a UEGA nunca questionou o investimento enquanto sob sua gestão.

24. Conclui que sua atuação seguiu *“integralmente o que se espera de um gestor de recursos”* e que as alegadas limitações do contrato social são matéria interna da UEGA, requerendo o afastamento da imputação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III.2. CADENCE E JOÃO ADAMO

- **Preliminares**

25. **Nulidade por norma inexistente à época dos fatos.** Os fatos, ocorridos entre 2014 e 2017, seriam anteriores à Resolução CVM 62 (publicada em 20.1.2022), de modo que a imputação violaria os princípios da anterioridade e da irretroatividade. Embora vigorasse a Instrução CVM 8, a acusação não se fundou nela, e o vício seria insanável, pois não caberia aditamento da acusação após a defesa.

26. **Prescrição.** A apuração teria se iniciado apenas em 23.9.2020, quando a nova reclamação foi recebida como “*nova denúncia de fato*”, após o encerramento do processo original; estariam prescritos os fatos anteriores a 23.9.2015, entre eles a celebração do Contrato de Carteira, a alteração do prazo de resgate, a decisão inicial de investimento e as aquisições de cotas do Osasco FII.

27. **Delimitação temporal.** A Cadence não poderia responder por fatos anteriores a 6.9.2016, e João, por fatos posteriores a 30.11.2016, quando deixou de ser diretor responsável da Cadence.

- **Mérito**

28. Sustentam que o Projeto Osasco tinha substância: apoio do Poder Público (Lei Complementar Municipal 203 e termo de pactuação com a Prefeitura de Osasco); laudos da NAI DWorking, Deloitte e Colliers; *rating* da Austin; e documentos firmados com terceiros relevantes, como a reserva de torre pelo Pátria Investimentos (6.8.2014, preço inicial de R\$ 404.484.872), o acordo com a PREVI para aquisição de 25% do *shopping center* (24.9.2014, R\$ 67.483.237,50), o compromisso com a Plano & Plano (23.12.2014) e tratativas com Gafisa e BTG Pactual. A More teria realizado diligências próprias. O insucesso decorreria de cenário macroeconômico adverso, de questões com a Prefeitura e de divulgações na mídia.

29. Afirmam que a Cadence, ao assumir a gestão do Osasco FII a pedido da UEGA e de outros cotistas, contratou auditoria jurídica, substituiu administradores da GBX indicados pelos idealizadores, contratou laudos próprios com valores inferiores aos apresentados por Marcos e Alberto, obteve aporte de precatório de cerca de R\$ 47 milhões pela Método Potencial Engenharia e buscou mais de 40 potenciais investidores, recebendo sua taxa de gestão em ações da GBX (sem pagamento desde julho de 2017), modelo que seria incompatível com fraude.

30. Quanto ao Contrato de Carteira, a limitação à renda fixa aplicar-se-ia apenas à gestão discricionária; a gestão não discricionária, compartilhada, não estaria limitada. A UEGA declarou perfil arrojado e horizonte superior a cinco anos, comunicava-se



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

verbalmente com a gestora (cláusula 1.10.2) e tinha pleno conhecimento do investimento, como evidenciariam a resposta da COPEL à SEP, a carta de Erlon de 20.10.2017, a aquisição direta de R\$ 10 milhões em 11.12.2014 e o e-mail de 5.8.2015 ao setor contábil. Os limites de alçada do contrato social diriam respeito à assunção de passivos, não a investimentos, e as transferências fracionadas decorreram de medidas de segurança do banco.

31. O prazo D+4 seria adequado à carteira inicial, composta por debêntures e títulos de renda fixa, e foi ampliado quando a participação em renda fixa caiu (40,23% em 26.2.2015; 20,06% em 11.6.2015), por mudança da natureza dos ativos. Temas de liquidez e contabilização diriam respeito à relação interna entre COPEL e UEGA. Os laudos seriam instrumento legítimo de decisão, e o ingresso de investidores via mercado secundário seria usual em projetos dessa natureza; após 6.9.2016, as aplicações do Fundo Índico no Osasco FII teriam sido primárias.

32. Sustentam, por fim, que não houve indução de terceiros em erro por parte dos defendentes (se alguém foi mantido em erro, o foi pela UEGA), que não há imputação de benefício próprio, que a acusação não demonstra vínculo ou coordenação com Marcos e Alberto, e que, sem interesse identificado, tampouco há dolo. Quanto a João, a acusação apenas replicaria as condutas imputadas às pessoas jurídicas, sem individualização, em responsabilidade objetiva vedada (invocam PAS CVM nº 05/2012, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, e PAS CVM nº 19957.009152/2018-34, Rel. Dir. João Accioly, j. 12.12.2023).

33. Requerem (i) preliminarmente, o reconhecimento da nulidade do TA por aplicação retroativa da Resolução CVM 62; (ii) como prejudicial de mérito, o reconhecimento da prescrição quanto aos fatos anteriores a 23.9.2015; e (iii) no mérito, a absolvição.

34. Em 5.10.2026, Cadence e João Adamo requereram a juntada das demonstrações financeiras auditadas de 2025 da Estação Osasco Desenvolvimento Imobiliário S.A. (atual denominação da GBX), que evidenciariam que o empreendimento está em curso e tem “positiva perspectiva de geração de caixa”, com remissão ao item “c” do relatório do auditor. Segundo as demonstrações, ao final de 2024 a companhia deu o terreno em pagamento de dívidas a sociedades incorporadoras (OZ Residencial S.A. e OZ Empreendimentos S.A.), em troca do direito a 8,82% da receita bruta de vendas das unidades a serem desenvolvidas, registrado por R\$ 95,2 milhões com base em VGV estimado de R\$ 1 bilhão; o exercício de 2025 encerrou com prejuízo de R\$ 4,0 milhões. O auditor emitiu opinião com ressalvas, entre elas, no referido item “c”, a de que não foram apresentadas garantias ou documentação capazes de demonstrar a liquidez desses fluxos, e ênfase quanto à incerteza relevante sobre a continuidade operacional da companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III.3. ERLON TOMASI

35. O acusado não constituiu advogado (2827840), e não constam dos autos razões de defesa por ele apresentadas após a citação. Em manifestação prévia (2072407), sustentou:

- (i) **prescrição**, com fundamento no art. 206, §3º, V, do Código Civil, pois os autos teriam se iniciado em 8.9.2020 e decorridos mais de quatro anos da pretensão indenizatória;
- (ii) **litispendência**, em razão do processo nº 1000248-13.2021.8.26.0260, no Tribunal de Justiça de São Paulo, que teria julgado improcedente demanda idêntica;¹
- (iii) no **mérito**, que as ressalvas das demonstrações financeiras de 2017 a 2019 se relacionavam à indisponibilidade de demonstrações dos fundos investidos; que a composição dos ativos do Fundo Índico era amplamente conhecida; que a mudança do prazo de resgate não gerou prejuízo, pois os investimentos eram majoritariamente ilíquidos desde a origem, em conformidade com a política do fundo e com a decisão da investidora; que a natureza não discricionária do contrato implicava participação ativa da cotista exclusiva nas decisões; e que seus atos respeitaram a cadeia de comando, conforme decisão do Tribunal de Contas do Estado do Paraná.

36. Pediu a improcedência da acusação e que a COPEL apresentasse a auditoria da venda da UEGA, ocorrida em 2023.

III.4. ALBERTO COPPOLA

37. O acusado apresentou defesa em 10.4.2025, com parecer do Dr. Gustavo Machado Gonzalez.

- **Mérito**

38. Sustenta ausência de nexo causal: não conhecia Erlon, não participou da contratação da More, não tinha ingerência sobre alçadas, controles internos ou contabilização da UEGA, nem sobre a relação contratual entre a UEGA e as gestoras, que tratava como quaisquer investidores. O ilícito exigiria dolo, não demonstrado, e o projeto era legítimo, com licenças obtidas e VGV superior a R\$ 700 milhões segundo laudos independentes.

39. Nega vantagem indevida. Segundo o defendente, as vendas de cotas foram negócios regulares entre partes independentes e sofisticadas; as marcações seguiram laudos legítimos; não há base para exigir que os recursos fossem alocados na GBX; os

¹ A SIN registra que a decisão de segunda instância nesse processo reformou a sentença para afastar a prescrição da pretensão civil, e que as esferas cível e administrativa são independentes (TA, §§291-292).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

entraves decorreram de litígios posteriores com o Poder Público, com reflexos sobre seu patrimônio como garantidor; e o projeto foi retomado, tendo sido assumido pela Tibério Construções e Incorporações. Quanto aos mútuos da GBX a sociedades suas, não haveria nexos com os ardis, teriam sido quitados até 3.3.2021 com juros de 8,5% ao ano mais CDI e não teriam gerado ganho efetivo. A quebra de sigilo bancário não identificaria transferências suspeitas (1955233), elemento sobre o qual o TA seria silente.

- **Parecer**

40. O parecer do Dr. Gustavo Machado Gonzalez, elaborado a pedido do acusado (abril de 2025), parte da caracterização do ilícito: a operação fraudulenta exigiria três elementos cumulativos, (i) o emprego de ardil ou artifício, (ii) a indução ou manutenção de terceiros em erro e (iii) a intenção de obter vantagem ilícita, não admitindo modalidade culposa. Caberia à acusação provar cada um deles por prova “*clara e convincente*”, que torne a hipótese acusatória muito mais provável que o contrário (*much more likely than not*), sem presunções contra o acusado; não sendo altamente provável a presença dos três elementos, deveria se impor a absolvição.

41. Quanto ao dolo, o parecerista entende não haver prova de que Alberto tenha agido com a intenção de obter vantagem indevida: participava de negócio legítimo e promissor, comprometeu o próprio patrimônio como investidor e garantidor, e a venda de participações a novos investidores seria a forma usual de realização de retorno em ativos ilíquidos, como ocorre em *venture capital* e *private equity*. Tampouco haveria prova substancial de conluio com os responsáveis pelos supostos ardis.

42. Quanto à venda de cotas, sustenta que se tratou de negócios regulares entre partes independentes e sofisticadas; que não há indícios de irregularidade nos laudos elaborados entre 2013 e 2016, nem na marcação a mercado neles baseada; e que preço e valor não se confundem, de modo que o preço livremente negociado entre partes qualificadas não precisa corresponder ao valor de avaliação. Considera improcedente a tese de que Alberto Coppola deveria ter alocado mais recursos na GBX e observa que os entraves ao projeto decorreram de litígios posteriores ao início das vendas.

43. Quanto aos mútuos da GBX a sociedades dos sócios, afirma inexistir nexos com os ardis imputados e aponta contradição na acusação: se os recursos da UEGA não foram direcionados à GBX, não poderiam ter financiado os mútuos que a teriam descapitalizado. Os mútuos teriam sido quitados, parte deles com juros elevados, sem ganho efetivo. Conclui que não há “*prova clara e convincente*” dos elementos do ilícito, em especial de dolo, de conluio ou de vantagem indevida, e que o acusado deve ser absolvido.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III.5. MARCOS NAVAJAS

- **Preliminares**

44. **Inépcia e falta de justa causa.** O TA não o menciona na descrição do ardil, imputando-lhe apenas vantagem ilícita, sem descrever conduta dolosa.

45. **Incompetência da CVM e ilegitimidade passiva.** Os fatos envolveriam investimento de uma sociedade fechada (UEGA) em outra (GBX), e o cerne seria eventual deslealdade de diretores de controlada; a venda de cotas do Osasco FII não constituiria uso do mercado de capitais, e o tipo de operação fraudulenta seria subsidiário e restrito a esse mercado. Observa que outras centenas de negócios com cotas do fundo, a preços próximos, inclusive vendas pela própria UEGA, não foram questionados, e que a Coordenação Financeira e Contábil da UEGA não foi acusada.

46. **Prescrição.** Os primeiros atos inequívocos de apuração datariam de 2017 (Ofício nº 248, de 30.11.2017, e resposta da COPEL de 14.12.2017) e se intensificaram após a reportagem de 12.7.2018; a interrupção por ato de apuração só poderia ocorrer uma vez, e decorreram mais de cinco anos até o TA e a citação (17.9.2024).

- **Mérito**

47. Descreve a concretude e a regularidade do Projeto Osasco; sustenta que as cotações do Osasco FII não evidenciam distorção de preço, apoiando-se em gráficos de compras e vendas do Fundo Índico e em múltiplos laudos independentes; e afirma que o relacionamento com Erlon, segundo as próprias provas da acusação, é posterior ao início dos investimentos (2014), o que afastaria conluio, lembrando que a própria SIN, em relatório anterior, entendera que o ponto demandava maior investigação (1957722). Afirma não conhecer Erlon quando a UEGA decidiu investir.

IV. FORMALIDADES

48. Em 25.11.2025, o Colegiado aprovou termo de compromisso com a BEM DTVM e André Bernardino, razão pela qual não figuram entre os acusados deste relatório.

49. O processo foi distribuído à minha relatoria em 1.7.2025. Em 15.9.2026, foi publicada pauta de julgamento (2827840).

Rio de Janeiro, 6 de outubro de 2026.

João Accioly

Diretor Relator