



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.004810/2019-82

(RJ2017/2112)

Reg. Col. nº 2023/20

**Acusados:** Reit Securitizadora de Recebíveis Imobiliários S.A., Bruno Patrício Braga do Rio, Márcia Maria Carneiro, Vórtx Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda., Socopa Sociedade Corretora Paulista S.A., Daniel Doll Lemos, RBDU – Brasília Empreendimentos Imobiliários SPE Ltda., Marcos Fabian Holzmann, Maluí Ilha do Sol Empreendimentos Imobiliários SPE S.A., Guilherme Tedeschi, Leandro Alberto Rúbio, CM Capital Markets DTVM Ltda., Fábio Feola, UM Invest Asset Management Ltda., Alex Kalinski Bayer, Leonardo de Carvalho Iespa, Gyorgy Ferenc Pavetits Junior, Fornax Consultoria Empresarial S.A. e Fábio Antônio Garcez Barbosa.

**Assunto:** Possíveis irregularidades em emissão de debêntures e emissão de certificados de recebíveis imobiliários – operações fraudulentas (Instrução CVM nº 08/79), falhas informacionais (art. 10 e 11 da Instrução CVM nº 476/09), entre outros.

**Relator:** João Accioly

### VOTO

#### I. RESUMO

1. A acusação central neste processo é de operação fraudulenta em mercado de valores mobiliários, que teria sido realizada em duas emissões: uma de (i) debêntures emitidas pela Maluí Empreendimentos para viabilizar a construção do Hard Rock Hotel & Resort Ilha do Sol (“Debêntures Maluí”, como definido no Relatório); e outra de (ii) CRI, lastreado em direitos creditórios, cedidos pela Maluí, referentes à venda de unidades do mesmo hotel (“CRI REIT”).
2. As acusações específicas a cada defendente são listadas em quadro no §3º do Relatório.
3. Após as preliminares, trato da alegada prática de operações fraudulentas por meio das emissões de CRI e debêntures e das supostas falhas em deveres dos participantes das ofertas.

#### II. PRELIMINARES

- **Ilegalidade das provas (extratos bancários sem autorização judicial) e *bis in idem***

4. Alex Bayer e Leonardo Iespa sustentam que este processo teria vício insanável em razão da suposta obtenção de provas por meio ilícito. A ilegalidade decorreria da falta de prévia autorização judicial (§66 (i) do Relatório). Além disso, haveria *bis in idem* decorrente do uso dessas provas por terem sido usadas no PAS CVM nº 19957.008816/2018-48.
5. O argumento não procede. A LC nº 105, art. 2º, §3º, é expressa ao dispor que o sigilo não pode ser oposto à CVM quando no exercício de suas atividades de fiscalização. Nesse



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

sentido, o Colegiado rejeitou por unanimidade o argumento recentemente no Caso VCI<sup>1</sup>, em que os mesmos defendentes apresentaram o argumento. A alegação de *bis in idem* tampouco merece prosperar, pois, apesar de a prova ser a mesma, as imputações do presente PAS se referem a condutas diversas, relacionadas a operação distinta daquela no Caso VCI.

- **Prejuízo ao contraditório por falta de organização dos autos**

6. Bayer e Iespa também sustentam violação ao art. 22, §4º, da Lei 9.784, porque faltaria, em sua visão, organização suficiente dos documentos para permitir adequada consulta. Em que pese poder haver eventual referência cruzada equivocada quanto a documentos, não há prejuízo material para o exercício da defesa. O processo digital contém todos os arquivos a que as alegações da Acusação se referem. Ainda que de maneira não exemplar, os documentos estão suficientemente organizados a ponto de permitir ampla acessibilidade.

- **Alteração do quadro societário da UM Invest**

7. UM Invest sustenta que, em razão da modificação de seu quadro societário e o já arrolamento das pessoas físicas à época dos fatos, não poderia ser responsabilizada pelas irregularidades objeto deste processo. A prática do sistema legal brasileiro adota a autonomia da personalidade jurídica para as sanções administrativas. Novamente, faço referência ao Caso VCI, em que acompanhei (como todo o Colegiado) a rejeição da mesma preliminar.

- **Conexão com o Caso VCI**

8. Vórtx DTVM alega a conexão com o citado Caso VCI. Apesar de correlacionados nos fatos e semelhantes em algumas acusações, o conjunto fático-probatório é distinto entre ambos, o que fundamentou a decisão pela não conexão (1730786). Há acusados em comum, mas ofertas e empreendimento hoteleiro distintos, não havendo risco de decisões contraditórias.

- **Bis in idem**

9. Malui, Fornax e Fábio Antônio alegam a violação ao princípio do *non bis in idem* nas acusações de operação fraudulenta da ICVM 08 e de infração aos deveres informacionais do art. 10 da ICVM 476. Reit e Bruno alegam o mesmo quanto às acusações de operação fraudulenta e de violação aos deveres fiduciários da ICVM 555, art. 92, I. Tratarei do argumento nas respectivas seções de mérito, pelos fundamentos lá expostos.

### III. ANÁLISE SOBRE A PRÁTICA DE OPERAÇÃO FRAUDULENTA

10. Examinou os elementos apontados como indícios de operação fraudulenta pela acusação na mesma ordem em que organizados no Relatório. Na descrição desses indícios, a Acusação também trata de elementos potencialmente caracterizadores de outras infrações. Também os examinarei nas respectivas seções abaixo, mas especialmente no que eles confirmam ou não a narrativa de que teria havido fraude. As acusações das outras infrações são analisadas de forma mais detida ao tratar das responsabilidades de cada participante.

---

<sup>1</sup> PAS 19957.008816/2018-48, de relatoria do Presidente João Pedro Nascimento, j. em 28.02.23.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

11. Para simplificar a referência, reproduzo o texto da então vigente Instrução CVM 08/79:

*II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:*

*c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;*

12. Para que se caracterize a infração, portanto, é preciso que estejam presentes os seguintes elementos: (i) uso de ardil ou artifício, com finalidade de indução ou manutenção de terceiros em erro e (ii) finalidade de obter vantagem patrimonial indevida.

13. O segundo elemento exige o dolo específico de obter a vantagem indevida/ilícita. Não exige o resultado material. Pelos termos do tipo, portanto, não é preciso provar que qualquer parte tenha efetivamente obtido vantagem, ou que em decorrência do uso do artifício ou ardil alguém tenha sofrido prejuízo<sup>2</sup>, mas é preciso provar que houve essa intenção. Passo ao exame.

### III.I. FRAUDE NA OFERTA DOS CRI

- **Falta de substância econômica no lastro dos CRIs:**

14. Embora a Acusação não articule discriminadamente que fatos a seu ver constituiriam os elementos do tipo da operação fraudulenta, é possível extrair com suficiente clareza que o “ardil ou artifício” na Oferta dos CRI seria a compra e venda de unidades do empreendimento, à qual a seu ver faltaria “substância econômica”.

15. Na análise da Acusação, a compra e venda de frações ideais do empreendimento hoteleiro entre a Maluí e a RBDU teria sido artificial por duas razões: (i) as empresas possuem acionista em comum, a Teixeira & Holzmann Ltda. – figurando Marcos Holzmann como responsável por ambas nos contratos de compra e venda e cessão de CCIs que deram base à emissão do CRI; e (ii) a venda de unidades ideais não serviria a qualquer utilidade para os envolvidos. A intenção seria a de viabilizar a capitalização fazendo uso dos benefícios fiscais da captação por CRI, sem se orientar, na tese acusatória, ao desenvolvimento do mercado imobiliário, objetivo do Sistema de Financiamento Imobiliário da Lei nº 9.514.

16. Transações realizadas entre partes relacionadas demandam atenção especial, visto o potencial de abusos e simulações em virtude da ausência de interesses economicamente contrapostos em sua realização. Entretanto, essa atenção especial serve para que se possa identificar elementos concretos de abuso ou simulação. Não é que, como afirmam algumas defesas, a licitude da realização de negócios entre partes relacionadas impeça que essa circunstância sirva de *indício* de operação fraudulenta. Servir de *indício* não se confunde com constituir elemento do tipo. Realmente não constitui, mas pode sim servir de *indício* de algum outro fato que, este sim, constitua um elemento do tipo.

---

<sup>2</sup> Registro a discussão sobre ter ou não a CVM competência legal para aplicar penalidade, na hipótese de preenchimento objetivo do tipo quando inexistente qualquer prejuízo (dado o disposto no art. 9º, §6º, I, da Lei 6.385/76). Essa discussão me parece indiferente para estes autos, pelos fundamentos que apresento ao tratar das imputações de operação fraudulenta.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

17. Daí, é verdade que a circunstância de uma operação ter sido realizada entre partes sujeitas à mesma estrutura de formação de vontade não evidencia, por si só, má-fé. Até se pode sustentar, em tese, que eventual *ocultação* dessa circunstância implicaria, em alguns contextos, inadequada prestação de informações; em outros, até pode servir de evidência de artificialidade, como num caso em que se afirme não haver transações entre partes relacionadas.

18. Contudo, esse não é o caso dos autos. Como mencionado pela própria Acusação (§32), o relatório de rating da oferta mencionava expressamente que a Teixeira & Holzmann controlava a Maluí. A exposição dessa informação contradiz qualquer intenção de ocultar a existência de relação societária entre os diferentes polos do negócio lastro do CRI. Se esse fosse o objetivo, serviria mais aos fins de simulação omitir que a Ilha do Sol Resort Ltda. não possuía interesse em se manter sócia da Maluí, já que não era evidente pela composição acionária que a Teixeira & Holzmann controlava a empresa. Com essa informação, qualquer interessado poderia verificar a identidade de controladores, visto que a Teixeira & Holzmann era inequivocamente controladora da RBDU (§31 do Termo de Acusação). Nesse mesmo sentido, o parecer jurídico sobre a operação expõe a estrutura societária com RBDU e Maluí sob controle comum (questão que este voto aprofunda ao tratar das deveres informacionais, cf. §§126 e ss. abaixo).

19. Sendo assim, não se sustenta o primeiro ponto trazido pela Acusação, para considerar que a compra e venda de frações ideais do Hotel entre a Maluí e a RBDU teria sido artificial.

20. O segundo ponto é o de que a venda de unidades ideais entre Maluí e RBDU não teria qualquer utilidade, sendo assim fictícia, do que decorreria que o CRI seria desprovido de lastro.

*34. (...) Maluí e a RBDU atuam segundo os interesses de um mesmo controlador, uma vez que já era sabido no momento da celebração do contrato que o sócio da Ilha do Sol Resort Ltda. não permaneceria na sociedade, o que de fato ocorreu. Dessa forma, a Maluí "cria" créditos imobiliários com a "venda" das frações ideais para outra empresa sob controle comum (a RBDU), emite CCI lastreada nesses créditos criados e vincula os tais créditos imobiliários representados pela CCI ao CRI, emitido pela Reit em 24/01/17.*

*35. Não é possível nem mesmo alegar que a Maluí precisaria da RBDU para realizar as vendas das unidades do Empreendimento Maluí, uma vez que esta atividade está prevista na seção "Objeto Social" do Estatuto Social da Maluí (0562675).*

21. A isto a defesa de Maluí assim responde:

*Em um raciocínio pouco inspirado, a Área Técnica aduz que a Maluí poderia simplesmente alienar unidades do empreendimento, não sendo necessária a estruturação do CRI. Pois bem. Na eventualidade de o PIB apresentar futura queda acumulada de 8%, a Defendente se reserva no direito de, respeitosamente, consultar a D. SRE a fim de que lhe esclareça como sustentar fluxo de caixa por meio da venda de frações do empreendimento ao consumidor.*

22. É elegante o argumento da defesa, mas me parece restringir um pouco o que a Acusação afirmou. Entendo que a Acusação não disse que o financiamento teria que se dar *apenas* por vendas diretas *ao consumidor final*, e sim a vendas feitas *diretamente pela Maluí*. De um lado, realmente se incluem aí aquelas feitas aos consumidores, ao que se aplica integralmente a



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

crítica da defesa, mas de outro também creio subentender a Acusação que poderia haver vendas “por atacado” a empresas como a RBDU, apenas não sujeitas à mesma estrutura de controle. Tanto assim, que a Acusação sustenta que a compra e venda seria “*desprovida de substância econômica*” apenas porque “*negociada entre duas empresas controladas por uma mesma pessoa jurídica*” (§37 do Termo).

23. Trata-se de interpretação compreensível, especialmente num primeiro exame superficial apenas dessa faceta da operação, pois realmente duas partes controladas por um mesmo grupo poderiam criar com mais facilidade um instrumento contratual vazio da intenção nele declarada, com previsão de crédito fictício, e captar recursos com base na declaração de que existe uma perspectiva de recebimento, quando essa perspectiva não existe de fato. Para a conta fechar, porém, é preciso ficar claro que a compra e venda teria que ser simulada por ambas as partes: nem o comprador pretenderia pagar, nem o vendedor pretenderia vender – o que é compatível com o emprego das aspas pela Acusação ao dizer que a Maluí “cria” créditos com a “venda” das frações, cf. §34 acima reproduzido).

24. Ou seja: a tese de fraude ficaria de pé caso se supusesse que a Maluí não teria intenção de entregar as 420 frações ideais empreendimento hoteleiro, e a RBDU, em conluio com ela, não pretenderia pagar os R\$ 30,75 milhões. Uma vez captados os recursos, eles não teriam destinação vinculada ao empreendimento, e ao não serem entregues os bens não haveria obrigação de pagamento para o comprador. Sem empreendimento, não haveria como gerar os recursos para honrar os CRIs, e se obteria a vantagem indevida, em detrimento dos investidores.

25. Em algum ponto na cadeia é preciso que haja ausência planejada de alguma contrapartida que a vítima supõe existir ao formar sua vontade de ingressar no negócio, sendo essa ausência o que possibilita a obtenção da “*vantagem ilícita de natureza patrimonial*” a que se refere o tipo infracional.

26. Ademais, quando se examina a afirmação da acusação de que a Maluí poderia ter vendido diretamente as unidades, nota-se que parece ter escapado à tese acusatória uma parte dos desafios econômico-financeiros dos negócios do mundo real. Seria possível sim, *juridicamente*, financiar a construção do empreendimento diretamente pela venda de unidades do empreendimento. Aliás, se pudessem financiar o negócio diretamente com a venda ao público, certamente fariam, já que as margens de lucro seriam mais largas ao não ter que acomodar o deságio dos investidores que adquirem os títulos, parte do qual iria para os adquirentes finais das unidades. Mas isso depende que haja interessados nas unidades, independentemente do estágio de desenvolvimento do projeto, independentemente das condições econômicas do mercado no momento, entre outros fatores. A previsão de um determinado volume de vendas que sustenta uma operação de financiamento não serve como premissa para concluir que as próprias vendas poderiam servir de lastro. Suposição semelhante ignora a realidade dos negócios imobiliários, em que são necessários aportes vultosos de recursos, para poder avançar na execução das obras ou implementar outras mudanças, e com isso possibilitar a venda de unidades no fluxo previsto.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

27. Ao se prosseguir na análise da operação, porém, esbarra-se em alguns fatores que afastam peremptoriamente a ideia de que a emissão dos CRI teria sido fraudulenta em virtude de sua origem na supostamente artificial compra e venda entre Maluí e RBDU. Quanto a isto, o que se deve destacar é, acima de tudo, a existência mesma do empreendimento. Que artificialidade seria essa em que o crédito criado pela venda seria fictício, mas os bens seriam efetivamente entregues? Dizer que o crédito é fictício significa dizer que o vendedor não esperava receber o pagamento, o que só faz sentido se pretende não entregar o bem que vendeu. Claro que essa tese é frontalmente contraditória com a entrega do que foi vendido.

28. Por isso, entendo que a configuração societária serve, sim, de indício determinante de maior escrutínio pela Acusação (bem como por prestadores de serviço a quem incumbe a verificação da legitimidade do negócio e pelos próprios investidores). É compreensível, e mesmo desejável, que a fiscalização se aprofundasse na operação, como fez<sup>3</sup>. Porém, tal aprofundamento deveria ter mostrado desde logo a ausência das características necessárias para caracterização de fraude, no negócio originário do crédito que lastreou o CRI. Nada na compra e venda entre Maluí e RBDU há, *de concreto*, que tornasse inválidas ou por qualquer outra razão inexigíveis as obrigações estipuladas naquele contrato. Basta supor o que ocorreria se uma das empresas tivesse seu controle alienado: o instrumento contratual serviria a qualquer uma das partes para exigir o cumprimento das obrigações pela outra. Existindo *de fato* as contrapartidas previstas, não há como se fechar a conta da tese de uma fraude originária, central, que macularia a operação como um todo se tivesse ocorrido a emissão de certificados de recebíveis inexistentes.

29. Outra forma de se constatar ausência de fraude na emissão dos CRIs, sob o aspecto da inexistência de ardil e busca de vantagem ilícita, é notar que o mesmo objetivo se poderia buscar por emissão direta de debêntures pela Maluí. O fluxo econômico-financeiro seria praticamente equivalente ao do CRI: os recursos ingressariam na emissora, que pagaria obrigações relativas ao empreendimento imobiliário, e a emissora concluiria e entregaria as unidades do empreendimento a que se obrigara. A diferença se daria mais no plano jurídico, não sendo necessário, na emissão de debêntures, um crédito inicialmente constituído perante uma terceira parte para cedê-lo aos investidores na securitização, mas sim constituindo-se diretamente o crédito com a subscrição das debêntures.

---

<sup>3</sup> Note-se que a mesma atuação concertada poderia ser praticada por empresas sem sujeição, ao menos formal, ao mesmo controlador. Pode-se até mesmo dizer que isto seria até mais condizente com a hipótese de fraude. Afinal, estaríamos falando de indivíduos imbuídos do intuito de defraudar investidores com um golpe multimilionário, usando instrumentos tão rebuscados como CRIs e debêntures, capazes de convencer da veracidade da operação bem mais que apenas investidores incautos (ou deliberadamente cegos, problema específico de que trato mais adiante). Também teriam que convencer participantes diversos e sofisticados, como prestadores de serviço com reputação a zelar, inclusive escritórios de advocacia de primeira linha como os que atuaram na estruturação e oferta, executivos do grupo Hard Rock que cederiam a marca, entre outros. Com tanto em jogo para tornar convincente a farsa, o trabalho e custos adicionais de usar empresas formalmente desvinculadas seria muito pouco. Não seria nulo, pois em alguma medida usar a própria estrutura do grupo requereria menos envolvidos, mas frente ao “ganho” em aparência de legitimidade, e em comparação com outros custos de alta magnitude incorridos em toda a operação, seria desprezível. Por que deixar um rastro tão simplório? Parece inverossímil.

Mas não impossível: há que se ter em conta, afinal, que conjecturas sobre formas mais críveis de se perpetrar uma fraude também são prejudicadas pelo viés do retrovisor, nesse caso paradoxalmente operando em favor de quem pode ter praticado uma irregularidade deixando sinais claros dela.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

30. Se não há fraude contra os investidores na hipotética emissão de debêntures a serem pagas com os resultados de um empreendimento, tampouco há fraude, *ceteris paribus*, contra os investidores na emissão de CRIs a serem pagos com os mesmos resultados. A principal diferença econômica, claro, é a vantagem dos benefícios fiscais do CRI, pelo que, ao invés de se fazer uma grande emissão de debêntures, fica mais atrativo para investidores que a captação seja por meio do instrumento com menor incidência de tributação. Pode-se, por certo, criticar a existência de incentivos fiscais como esse por várias razões, como a distorção alocativa que promovem, ou que a arrecadação é reduzida quando alguém opta por estruturas jurídicas de menor ônus fiscal; mas em nada tais questões afetam o que está sob julgamento, que é bem mais objetivo: a verificação de ter havido ou não ardil ou artifício para ludibriar investidores e obter vantagens patrimoniais em seu detrimento. Os elementos até agora examinados em nada mostram tais vícios.

- **Ausência do dolo de obter vantagem em detrimento dos investidores**

31. Como destacado pela defesa de Maluí (negritos no original):

*Por fim, cabe dar amplo destaque ao fato de a Teixeira & Holzmann e seus sócios à época, Marcos [Holzmann] e I. H., figurarem como fiadores da emissão. (...) O indivíduo que tivesse a intenção de, utilizando-se de ardil, locupletar-se às custas de terceiro, jamais aceitaria figurar como fiador da própria fraude.*

32. Em tese, é até concebível que indivíduos não só aceitem como queiram figurar como fiadores de sua própria fraude. A própria fiança seria, nesse caso, parte do engodo, ao acrescentar verossimilhança ao golpe justamente pela ideia que se transmitiria à vítima, de que não se poderia tratar de trapaça pois se assim fosse o fiador perderia seu patrimônio. Contudo, para que um tal roteiro pare em pé, vários outros requisitos seriam necessários, como o fiador simular titularidade de patrimônio substancial e ocultar o seu verdadeiro patrimônio para que não o perdesse quando executada a garantia fidejussória. Nada semelhante, porém, é sequer cogitado nos autos, em que a Acusação não apresenta qualquer questionamento sobre a idoneidade das garantias fidejussórias. Pelo contrário, a evidência dos autos é de que Marcos Fabian Holzmann e o outro indivíduo que presta fiança são legítimos titulares de patrimônio substancial, que estaria, pela garantia prestada, vinculado ao sucesso do empreendimento.

33. A acusação até questiona a *solidez* dessa garantia (embora sem apresentar absolutamente nenhum fundamento, como se trata no tópico específico a seguir - §26 deste voto). Mas o que importa nesta passagem não é a solidez ou falta dela, e sim, como bem apontado pela defesa, a constatação de que a sujeição do patrimônio pessoal ao adimplemento das condições previstas nos CRIs é nitidamente incompatível com qualquer dolo de obter vantagem ilícita em detrimento dos adquirentes desses títulos.

34. Como se verá ao tratar de outras acusações, por mais cristalina que seja a inocorrência da fraude da emissão de CRI *por vício na compra e venda das unidades*, é em tese possível que ainda assim houvesse fraude por outras razões. A compra e venda entre Maluí e RBDU não constituiu um ardil contra os investidores, mas eventuais destinações dos recursos diversas das



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

declaradas podem ter ocorrido independentemente da regularidade do negócio central, de modo que outros fatos podem constituir ardil e demonstrar intuito de obtenção de vantagem ilícita.

- **Destinação de parcela dos recursos a participantes “em conflito de interesses”**

35. O sinal mais forte de fraude nos CRIs, e a tese mais consistente, é que parte dos recursos teria sido destinada ao que a Acusação chamou de participantes “em conflito de interesses”.

36. De início, registro breve nota sobre a ambiguidade da expressão “conflito de interesses”, pouco adequada para descrever o problema, pois adquire diferentes acepções conforme o contexto, podendo afetar negativamente o juízo sobre as condutas. Nestes autos, a expressão faz sentido numa acepção bem larga de conflito potencial, i.e., partes com mais de um interesse afetado por suas decisões, ao se referir à TMJ Consultoria – pois seus sócios atuam com dois chapéus: o de gestores do fundo e o de prestadora de serviços. Quanto à ISR e à Teixeira & Holzmann, não fica claro qual a simultaneidade de interesses do ponto de vista potencial, pois o único chapéu que têm na operação é o da detenção de participação societária na Maluí. Assim, para que faça sentido falar que estão em “conflito de interesses” já se depende que a acepção seja de conflito *efetivo* (atual, material, substancial ou como se queira chamar).

37. Nessa acepção, porém, só há conflito efetivo de interesses se o pagamento for indevido. Nesse contexto, então, a acepção material da expressão significa que a Acusação usa sua *conclusão* – irregularidade do pagamento – como fundamento de si própria, na chamada petição de princípio. Uma consequência dessa forma de argumentação é a indireta inversão do ônus da prova, pois uma vez dito que o pagamento se deu “em conflito de interesses”, passa-se a exigir *dos destinatários dos pagamentos* que produzam prova da regularidade dos recebimentos. Passa-se por cima do que deveria ser o ônus *da acusação*: demonstrar que tenha integrado os termos da oferta determinada contrapartida na destinação dos recursos, e apesar disso se verificam cumulativamente as seguintes circunstâncias: (i) que a destinação dada tenha sido propositadamente diversa, sem obtenção da contrapartida prometida (que terá servido de ardil para convencer o investidor); e (ii) que a ausência da contrapartida tenha sido deliberada, configurando o dolo específico de obter de vantagem ilícita.

38. As questões acima mencionadas manifestam-se ao se examinar o que a Acusação apresenta em relação a esse tópico. Reproduz-se abaixo a tabela do §8º do Relatório:

<b>Destinação dos pagamentos</b>	<b>Período dos pagamentos</b>	<b>Valor total dos pagamentos</b>
<b>Ilha do Sol Resort Ltda.</b>	23/03/2017 até 03/04/2017	R\$ 928.229,04
<b>Teixeira &amp; Holzmann Ltda.</b>	09/03/2017 até 11/12/2017	R\$ 19.176.890,00
<b>TMJ Consultoria Estratégica e Participações Ltda.</b>	13/03/2017 até 26/07/2017	R\$ 919.730,00

39. A Acusação aponta problemas de duas ordens nessas transações: (i) pessoas jurídicas sócias da Maluí, ISR e Teixeira & Holzmann, receberam parcela significativa dos valores



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

captados, que a acusação interpreta como não tendo sido destinados ao empreendimento; (ii) a segunda é que a TMJ, vinculada à gestora dos fundos que adquiriram a oferta, teria recebido repasse de valores sem ter, para a Acusação, justificativa econômica para tanto.

40. Os valores enviados às empresas sócias da Maluí somam R\$ 20,1 milhões, parcela por óbvio expressiva do total de R\$ 31,7 milhões subscrito na oferta. Tais transferências foram realizadas com anuência da Maluí e do Representante dos Investidores (v. §13 do Relatório).

41. A tese da Acusação é de que essa destinação não se coadunaria com os objetivos da oferta. No relatório de rating, por exemplo, a proposta utilização do dinheiro era a seguinte:

*A operação foi estruturada pela REIT e os recursos captados serão destinados ao término das obras do empreendimento (R\$ 10.159 mil), à compra de mobiliário e decoração (R\$ 7.220 mil), ao pagamento de fornecedores (R\$ 6.119 mil), à liquidação de CCB anteriormente emitida e outras dívidas bancárias (R\$ 7.252 mil) e à constituição durante a carência de Fundo de Liquidez (FLIQ) no valor de R\$ 400 mil. Adicionalmente, cerca de R\$ 4.400 mil serão destinados ao pagamento de contrato de mútuo, montante que será utilizado pelo acionista controlador para aquisição de participação do outro sócio no empreendimento.*

42. A transferência às sócias da Maluí representaria, para a Acusação, a natureza artificial da operação, ao supostamente demonstrar que seus idealizadores teriam embolsado os valores diretamente, ao invés de aplicá-los no empreendimento.

43. Maluí explica a destinação dos recursos conforme a seguir resumido:

i) Em função da degradação do relacionamento com a Ilha do Sol Resort, a Teixeira & Holzman firmou acordo com a empresa para comprar sua participação na Maluí. A compra seria por cerca de R\$ 12 milhões, dos quais R\$4,4 milhões em dinheiro e R\$7,7 milhões em permuta com imóveis do empreendimento. Os números são comprovados pelo instrumento que formalizou o negócio (1125195, Anexo 16, pp. 3-4). Dos R\$ 4,4 milhões, R\$1,5 milhões seriam pela prestação de serviços de execução da obra, de responsabilidade da ISR. Os R\$ 928,2 mil que a Acusação alega terem sido transferidos irregularmente seriam parte desses R\$ 1,5 milhões.

ii) A Teixeira & Holzmann não teria recebido os recursos como pagamento sem contrapartida. Os recursos lhe foram transferidos porque a ela caberia operacionalizar as despesas relevantes do empreendimento, a partir da saída da ISR: desenvolvimento do projeto, obras, aquisição de maquinário e mobília, folha de pagamento etc. Assim, não haveria motivo para que os valores fossem transferidos à Maluí, que se tratava apenas de uma SPE, o que a defesa igualmente documenta (1129568).

44. A defesa corrobora suas alegações com documentos, inclusive demonstrações financeiras auditadas do exercício de 2017 (doc. 1125195 – Anexo 16-A, págs. 5-21). Além disso, é verossímil a narrativa de que a Maluí, sendo apenas uma SPE, não teria a mesma estrutura de funcionários que a Teixeira & Holzmann, sócia responsável pelo desenvolvimento do projeto, o que também é coerente com a atuação de seus sócios pessoas físicas como garantidores fidejussórios da emissão. É prática usual de mercado, realmente, a constituição de



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

sociedades de propósito específico apenas para servirem de veículo para a captação exclusivamente voltada a determinados empreendimentos, sem que seja necessário criar outro centro de custos com estrutura administrativa própria.

45. Entendo ser em boa medida coerente a tese acusatória. Tivessem realmente “embolsado” os valores captados, como pareceu à Acusação ter ocorrido, a fraude estaria caracterizada, e com proporções épicas de enriquecimento ilícito.

46. Mas a coerência é apenas parcial, porque começa a ruir quando determinados fatos são incorporados à análise. Não apenas fatos trazidos pelas defesas, mas também alguns que já eram de conhecimento da Acusação – a ponto de terem até mesmo sido utilizados como fundamento de outras argumentações pela ocorrência de irregularidades.

47. É o caso da estrutura societária que unia as empresas que compuseram a emissão. Quando se tem em atenção que Maluí é uma SPE controlada pela Teixeira & Holzmann, fazer uma distinção entre ambas, para fins de verificação da destinação de recursos, não faz sentido. São veículos pertencentes em última análise a pessoas naturais. Se a movimentação de recursos alcançasse o último degrau, com distribuição para os beneficiários finais como dividendos, aí sim se poderia questionar sobre ausência de contrapartidas, desvio de recursos do empreendimento, fraude etc. Como se verá, elementos como esses se fazem presentes no que tange à TMJ, mas não em relação à Teixeira & Holzmann, que recebeu transferência mais de vinte vezes maior que a destinada à TMJ.

48. É de chamar a atenção, neste ponto, inconsistência nas abordagens com que a Acusação trata as empresas do mesmo grupo, a depender do argumento a ser sustentado. Para concluir que a operação de compra e venda teria sido fictícia, a Acusação trata RBDU e Maluí como uma coisa só, a ponto de considerar fictício o negócio jurídico entre elas apenas por terem o mesmo controlador, Teixeira & Holzmann. Já para dizer que teria havido irregular destinação de recursos, a Acusação considera a Maluí absolutamente inconfundível com a mesmíssima Teixeira & Holzmann que a controla como justamente a sociedade de propósito específico constituída para realizar o empreendimento. Dois pesos, duas medidas.

49. Comum a ambos os casos é não ter a Acusação procedido à demonstração de que teria havido, ou ao menos sido buscada, a obtenção intencional de vantagem ilícita, em detrimento de investidores, para que se demonstrasse adequadamente a materialidade da operação fraudulenta. Em ambos os casos é possível se fazer uma análise com uma mesma metodologia, mantendo o foco na realidade econômica do que é negociado e efetivamente realizado. Ao se tratar da verificação de prática de fraude, o que se deve ter em vista é apenas o que efetivamente ocorreu no plano dos fatos – quais declarações de vontade foram proferidas, quais obrigações foram estipuladas, quais finalidades foram buscadas, quais recursos foram transferidos para quem e a que título – e se os fatos que as evidências possibilitam considerar ocorridos permitem constatar o uso de ardil com intuito de obtenção de vantagem patrimonial indevida.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

50. Assim, pesam em favor da defesa da Maluí as evidências com que fundamentou a efetiva destinação dos recursos, em boa parte para cumprir obrigações contraídas anteriormente para execução do empreendimento ou realizar reembolso de despesas dessa mesma natureza, e em parte direcionadas à continuidade do empreendimento através da sócia operacional. As evidências são robustas na demonstração do histórico do empreendimento, que inclui a evidência de como, uma vez realizadas as captações, foi possível lhe dar continuidade de modo a poder, em última análise, a honrar as obrigações assumidas perante os investidores.

51. O argumento aqui desenvolvido, esclareça-se, não é o de que a ausência de prejuízo afastaria a incidência do tipo infracional. Mesmo sob a interpretação estritamente literal de que a infração de operação fraudulenta independe de prejuízos para se materializar, a dinâmica dos fatos é fortemente indicativa de que o objetivo buscado sempre foi o de realizar o empreendimento e obter os resultados favoráveis de modo a tornar todo o projeto rentável, com pagamento integral aos investidores dos CRIs, ou seja, não teria havido dolo de obtenção de vantagem indevida. Uma coisa é ter essa intenção, usar um ardil ou artifício para tentar obtê-la, e afinal não conseguir ter o êxito; nesse caso, o tipo estaria objetivamente preenchido. Outra coisa é examinar um conjunto de fatos que inclui a constituição de garantias pessoais na emissão, que teve como resultados a efetiva realização do empreendimento e capacidade de adimplir obrigações perante os investidores, e formar o juízo de que não houve dolo de obtenção de vantagem ilícita. Nesse caso, a ausência de prejuízos é apenas um dos elementos que em conjunto levam a tal entendimento, e não um fator que por si só afasta a materialidade.

52. As transferências a ISR e Teixeira & Holzmann, portanto, não contam com provas para serem consideradas como objeto de operação fraudulenta, tendo sido bem-sucedida a defesa em sua demonstração de que tais recursos foram, como previsto na oferta, destinados ao empreendimento. A demonstração da defesa me convenceu porque constituída por descrição plausível dos fatos e corroborada por suporte de elementos probatórios suficientes, especialmente tendo em vista que seria ônus da Acusação demonstrar a fraude neste ponto.

53. Por fim, trato das transferências à TMJ Consultoria. O suposto “conflito de interesses” nesta transação residiria na circunstância de Alex Bayer e Leonardo Iespa, sócios da TMJ Consultoria, serem também sócios da TMJ Gestora, que comandava o fundo que subscreveu a oferta de CRIs, assim como dela era sócio B.L.P.S., representante dos investidores no fundo, que autorizou as transferências (ver §96 do Relatório). A tese da Acusação é a seguinte:

*Fica clara a configuração de operação fraudulenta ao se verificar que: i) a TMJ e a TMJ Consultoria tem sócios em comum; ii) a TMJ Consultoria foi sócia majoritária da TMJ até meados de 2017; iii) a TMJ decidiu alocar recursos dos investidores em uma oferta na qual a TMJ Consultoria já havia contratado a agência de classificação de risco; iv) Nessa mesma oferta, o Representante dos Investidores que indica e aprova os pagamentos feitos pela Reit, (sic) é um sócio da TMJ Consultoria; v) a TMJ Consultoria recebe o reembolso dos valores que havia pago (sic) antes da oferta, adicionado a mais de R\$ 850.000,00 por um serviço cuja prestação não pôde ser comprovada; e vi) a TMJ é acusada por razões análogas em outras ofertas (Venture Capital e Debênture da Maluí), em que esse modus operandi foi reprisado beneficiando as gestoras dos fundos subscritores das ofertas com o pagamento de recursos financeiros para outras empresas com sócios em comum.*



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

54. Novamente, não indica a Acusação quais, e por quais fundamentos, seriam aí os elementos para enquadrar as condutas na descrição da infração. Apenas afirmar que a configuração fica clara, porém, não a torna clara. Fazendo-se um exercício de interpretação da acusação à luz da norma que quer fazer incidir, nota-se que o único fator mencionado no parágrafo acima a que se pode aplicar em alguma medida a definição regulamentar é o recebimento de R\$ 850 mil por um “serviço cuja prestação não pôde ser comprovada”.

55. A tese se apoia em que haja evidências suficientes nos autos de que teria faltado razão econômica legítima na remuneração da TMJ Consultoria.

56. A defesa de Maluí relata que a relação com a TMJ Consultoria surgiu ainda em 2016, quando esta foi contratada para auxiliar na repactuação de dívida anterior – CCBs também emitidas para financiar o empreendimento – e desenvolver o empreendimento para sua efetiva entrega. Esta relação foi formalizada em um memorando de entendimentos, datado de 03.05.2016 (1125193 – Anexo II). A TMJ seria interessada na repactuação e no sucesso do empreendimento por gerir fundo que também adquiriu as CCBs.

57. O memorando de entendimentos citado não especifica os serviços a serem prestados pela TMJ Consultoria, nem mesmo estipula condições de pagamento. De outro lado, a defesa se apoia nas demonstrações financeiras auditadas, com registro dos pagamentos, para justificar ter tido fundamento econômico e sido, portanto, lícita a transferência.

58. A defesa de Bayer e Iespa alegou que eles não possuíam acesso aos documentos para comprovar a prestação dos serviços, que teriam consistido na aproximação comercial entre Maluí e Venture para permitir a utilização da bandeira Hard Rock, e que a aproximação entre essas partes comprovaria a realização dos serviços. A aproximação é provada pela própria existência da relação com a Hard Rock.

59. Já a Reit Securitizadora, quando questionada sobre a razão dos pagamentos, apresentou notas fiscais dos pagamentos à TMJ Consultoria (0811237) com a descrição “*Serviço de apresentação de oportunidade no projeto CRI para a Maluí*” (v. §16 do Relatório). Não é uma descrição perfeitamente minuciosa do que teriam sido os serviços, mas é bem compatível com a atuação de aproximação e adota, como é costumeiro em notas fiscais, redação simples de descrição de serviços. Embora não sejam prova irrefutável da efetiva prestação dos serviços, são documentos cuja falsificação é crime, o que lhes dá credibilidade no mínimo razoável.

60. E se não são prova irrefutável, são ao menos prova *irrefutada* nestes autos. A Acusação poderia ter apresentado argumentos para refutá-la. Porém, afirma telegraficamente que a Reit não teria comprovado a prestação dos serviços, constituindo sua suposta fundamentação na singela locução “ou seja”:

*A Reit não prestou explicações a respeito do pagamento dos outros R\$ 859.730,00, apenas anexou à sua resposta notas fiscais de pagamentos feitos à TMJ Consultoria onde se pode ler no campo descrição do serviço a frase: "Serviço de apresentação de oportunidade no projeto CRI para a Maluí". Ou seja, a resposta encaminhada não conseguiu comprovar a prestação de serviços.* (Grifos adicionados);



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

61. O trecho acima poderia perfeitamente terminar com frase parecida: “ou seja, a resposta encaminhada apresentou evidências razoáveis da prestação de serviços”.
62. A impressão que fica é que a Acusação *supõe* que tais transferências teriam sido em última análise destinadas a remunerar pessoas ligadas aos cotistas do fundo de investimento que subscreveu a emissão. Como registrado pela perspicácia da Defesa, o termo “RPPS” aparece 35 vezes no Termo de Acusação, em várias delas como argumento de suspeição das operações. Não *em* um argumento, mas *como* argumento, que acaba ficando apenas no campo da insinuação. Não que a insinuação seja de uma suposição inverossímil, pelo contrário, mas se ela existe deveria ser articulada claramente para que pudesse ser refutada, em respeito ao devido processo legal.
63. A verossimilhança dessa aparente suposição, registre-se, é até mesmo aumentada pelo tom evasivo dos defendentes ao responder o questionamento sobre a razão do pagamento, quando alegam apenas ilegalidade na quebra do sigilo bancário pela investigação da CVM.
64. Por outro lado, o que me parece mesmo inverossímil é a suposição de que uma condenação com base em suposições seja compatível com o devido processo legal, em que o ônus da prova cabe à acusação, especialmente quando se trata de imputação tão séria quanto a prática de modalidade de fraude. A Autarquia conta com poderosos instrumentos de fiscalização, muito bem utilizados neste mesmo processo ao levantar o sigilo bancário para identificar os pagamentos em questão. Porém, se a investigação tivesse seguido em sua trilha de “seguir o dinheiro” poderia ter identificado destinatários finais dos recursos e construído uma instrução processual mais completa, apta a demonstrar com mais clareza a materialidade de algum ilícito, possivelmente a própria operação fraudulenta. Para não fazer ilações sem qualquer base probatória, o que seria leviano, pode-se dizer que seria no mínimo concebível que em casos semelhantes alguém que receba recursos vultosos na ocasião de uma emissão, sem contrapartida aparente, faça novas transferências que em algum momento chegarão a destinatários ligados às entidades de previdência complementar que tenham feito aportar os recursos no projeto.
65. A acusação, numa situação como essa, poderia aí sim fundamentar as imputações em tais condutas e dizer com todas as letras o que entende que ocorreu, pois do outro lado há o direito fundamental de poder se defender daquilo de que se é acusado. Não tendo sido possível instruir o processo com elementos concretos sobre isso, há que se ater, na descrição das condutas imputadas, ao que conta com algum suporte probatório, ainda que por indícios mínimos, ou ao menos enunciar por inteiro qual a conduta que a acusação entende ter havido.
66. À luz daquilo que está nos autos e das condutas descritas, portanto, entendo, demonstrada a prestação de serviços com suporte probatório suficiente para afastar ao menos a inexistência de fundamento econômico.
67. Reconheço, em todo caso, que em relação aos pagamentos à TMJ Consultoria a Acusação apresentou indícios de que tenha havido irregularidade. Em meu juízo, não são indícios fracos em si mesmos, mas o conjunto de evidências composto pelo que trouxeram as



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

defesas da Maluí, Reit Securitizadora e TMJ e seus sócios é suficientemente robusto para prevalecer sobre tais indícios. Como se trata, a meu ver, de avaliação probatória, reproduzo os seguintes trechos de minha manifestação no Caso VCI, que entendo igualmente aplicável:

*A defesa trouxe aos autos registros da atuação de Alex Bayer nesse sentido, em viagens ocorridas em julho e setembro de 2017, (...), Alex Bayer é copiado em diversos emails mostrando que participou da construção da intermediação.*

*11. Entendo do voto do Relator que o fundamento central de sua conclusão sobre não ter havido conteúdo econômico tenha sido que o contrato foi celebrado meses depois de o seu objeto – aproximação com a Hard Rock – já ter sido implementado. Diante disto, o voto levanta o razoável questionamento sobre qual teria sido a utilidade de contratar a Bonauguri para realizar a aproximação com a Hard Rock, se ela já havia ocorrido.*

*12. É neste ponto que meu entendimento é divergente. (...) Um documento que tenha por objeto uma relação econômica já existente pode perfeitamente ser compreendido como algo ilegítimo, uma tentativa de criar aparência de legalidade para pagamentos espúrios. Em minha avaliação subjetiva, contudo, não consigo superar a dúvida razoável de que o contrato teve sim fundamento econômico.*

*13. A dinâmica da atividade empresarial muitas vezes faz com que os fatos ocorram antes de certos contratos serem firmados (...).*

*14. Ademais, o contrato como fato jurídico não se confunde com seu instrumento. Então, poderia já existir um contrato no mundo jurídico, que só foi formalizado depois(...).*

*15. Se o contrato foi posterior à realização da aproximação (e é inegável que no mínimo o documento foi posterior), remanesce a pergunta: qual foi a contrapartida recebida por quem prestou tais serviços? Esta pergunta gera em minha percepção dúvida suficiente sobre ter ou não havido intenção de lesar, e a dúvida pende em favor dos acusados.*

68. Um ponto relevante é um *distinguishing* com o precedente em que o Colegiado entendeu – e em que fui vencido – que contrato semelhante seria evidência de operação fraudulenta, porque firmado em data posterior à da efetiva prestação de serviços. No caso destes autos, tal circunstância não está presente, pois o contrato tem data anterior.

69. Em suma, em relação à transferência à TMJ Consultoria, entendo plausível e suficientemente comprovado que ela tenha promovido a aproximação com o Hard Rock. Que algum pagamento de quantia relevante tenha sido feito a esse título decorre naturalmente da constatação de que o contrário seria incoerente com a própria finalidade lucrativa da empresa, pois significaria que ela teria prestado serviço de grande valor sem ser remunerada, num enriquecimento sem causa em favor da Maluí.

### INSUFICIÊNCIA DAS GARANTIAS PRESTADAS

70. Como apresentado no Relatório, diversas defesas sustentam que não cabe à CVM analisar a qualidade ou suficiência de garantias prestadas. Especialmente por se tratar de oferta 476, destinada a investidores profissionais, o máximo que a autarquia poderia fazer seria verificar se as garantias foram regularmente constituídas e divulgadas, já que a avaliação dos riscos do investimento é dos investidores.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

71. É verdade que não cabe ao regulador atestar qualidade ou suficiência de garantias. Tal falta de competência (legal e fática) é de extrema relevância e a preocupação dos participantes quanto a tal leitura desse argumento da Acusação é legítima e não deveria ser subestimada, pois é constitutiva do modelo regulatório em que não se adentra o mérito econômico dos projetos, mas apenas se as informações em que os acordos são formados correspondem à realidade, e se uma vez formados, são cumpridos.

72. A atenção da Acusação à qualidade das garantias, contudo, não me parece ter constituído um fim em si mesmo. Embora um juízo semelhante possa ter composto o entendimento de quem a elaborou, ela não avalia uma inexistente infração de prestar garantias ruins, mas apenas elementos que comporiam uma possível fraude.

73. A prestação de garantias que não efetivamente comprometessem participantes da oferta com o empreendimento também daria suporte à tese acusatória de que a operação como um todo era artificial. Se o objetivo fosse apenas o de absorver os recursos captados em oferta, sem dedicá-los ao sucesso do empreendimento, prestar garantias relevantes em caso de fracasso iria contra o intento de fraudar, de forma que considerações sobre as garantias são relevantes. Quanto a esse aspecto, nestes autos, sua maior força probatória é aquela já abordada acima ao tratar da completa contradição entre a garantia pessoal fidejussória e a exigência do dolo de fraudar por parte de quem é acusado, ao que faço referência ao respectivo trecho deste voto (cf. §33).

74. Considerações sobre as garantias também têm importância para verificar eventual falha informacional, como na prestação de informações adequadas e cumprimento de deveres por intermediários, objeto de acusações neste processo.

### OMISSÃO DO AGENTE FIDUCIÁRIO E INTERMEDIÁRIO LÍDER

75. Ao agente fiduciário, Vórtx, a Acusação imputa descumprimento do dever de verificação da regularidade e veracidade das informações relativas às garantias dadas aos investidores, nos termos da ICVM 583 (que substituiu a Instrução CVM nº 28/83, vigente quando do estabelecimento das garantias, mas com imposição dos mesmos deveres):

Art. 11. São deveres do agente fiduciário, sem prejuízo de outros deveres que sejam previstos em lei específica ou na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente: (...)

V – verificar, no momento de aceitar a função, a veracidade das informações relativas às garantias e a consistência das demais informações contidas na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente, diligenciando no sentido de que sejam sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tenha conhecimento; (...)

X – verificar a regularidade da constituição das garantias reais, flutuantes e fidejussórias, bem como o valor dos bens dados em garantia, observando a manutenção de sua suficiência e exequibilidade nos termos das disposições estabelecidas na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente;

76. Tais demandas se tornaram relevantes para a Acusação pois esta entendeu haver fragilidade nas garantias prestadas. As principais garantias estabelecidas para os CRI foram (0802773 §53):



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- a) *Alienação Fiduciária de 22 unidades autônomas (286 frações ideais) no Empreendimento Maluí, de propriedade de Maluí Ilha do Sol Empreendimentos Imobiliários SPE (0774987);*
- b) *Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios contra os promissários compradores de 411 frações ideais do Empreendimento Maluí já prometidas vender à terceiros;*
- c) *Cessão Fiduciária dos Dividendos do Empreendimento Maluí;*
- d) *Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios, provenientes de quaisquer vendas futuras a terceiros das 420 frações ideais do Empreendimento Maluí prometidas vender à Devedora RBDU (0774993);*
- e) *Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios de 292 frações ideais do Empreendimento Maluí já prometidas vender à Devedora;*
- f) *Alienação Fiduciária sob condição suspensiva de dois imóveis localizados no Município de 1º de Maio (PR), de propriedade de Ilha do Sol Resort Ltda. (Interveniente Anuente), já onerados com gravames referentes a CCBs cujo emissor é a Maluí Ilha do Sol Empreendimentos Imobiliários SPE Ltda. e o credor é a TMJ IMA-B Fundo de Investimento em Renda Fixa (0774997 e 0774999);*
- g) *Fianças prestadas por: Teixeira & Holzmann Ltda., Marcos Fabian Holzmann e Ivana Teixeira Holzmann, constituídas no Contrato de Cessão de Créditos e Outras Avenças (0775000);*
- h) *Cessão fiduciária de fundo de liquidez no valor de R\$ 400.000,00.*

77. Para a Acusação, elas seriam insuficientes pois: as garantias “a”, “b” e “c” dependiam do sucesso do empreendimento, não fornecendo segurança na inadimplência; a garantia “d” equivale aos créditos lastro dos CRI, de forma que não traz segurança adicional; a garantia “e” se refere a créditos devidos pela RBDU, mesma devedora dos créditos lastro, expostos em boa medida, portanto, aos mesmos fatores de risco; a “f” se refere a imóveis já gravados; a “g” é constituição de fiadores; e a garantia “h” possui valor muito baixo frente ao que foi captado.

78. Destaco a garantia “g”. Apesar de sua grande relevância para algo tão central quando a avaliação da presença do dolo por parte de quem é acusado de ter praticado as fraudes centrais neste processo, o comentário da Acusação sobre ela soa vazio. A peça acusatória diz tratar-se de garantia pessoal, sem qualquer consideração sobre a robustez patrimonial dos garantidores e ignorando o quanto esse fator é determinante para avaliar seu intuito na operação.

79. Independentemente da avaliação da suficiência das garantias prestadas, a Acusação trata de quebra dos deveres destacados pois, conforme informações coletadas em inspeção *in loco* e *disclaimer* no relatório anual da Vórtx do ano de 2017, o agente fiduciário assumiu não ter realizado diligências ou verificações independentes das informações fornecidas no termo de securitização Relatório, §23), o que por si já serviria como evidência dessa infração.

80. Antes de lidar com a Acusação de infração à ICVM 583, revisito a questão sobre se essa suposta omissão constitui indício de operação fraudulenta.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

81. Como argumentei na seção anterior, a fragilidade das garantias pode corroborar a narrativa de que os idealizadores da oferta tinham a intenção de não reverter benefícios reais aos investidores, o que configuraria a fraude. Sendo assim, a omissão de participantes da oferta em averiguar a veracidade de suas condições pode ser sinal de seu envolvimento na operação fraudulenta: se o objetivo é embolsar os valores captados na oferta, sem fornecer garantias suficientes que pudessem socorrer os investidores em caso de falha do empreendimento, a não averiguação da qualidade das garantias contribui para tanto.

82. Contudo, para qualificação de participação em fraude, não basta demonstrar omissão. É preciso demonstrar que a omissão teve o dolo específico de permitir a prática da fraude. A Acusação não faz qualquer esforço de fazer prova deste elemento essencial da caracterização de participação em fraude: o dolo específico de adquirir vantagem indevida por meio do ardil. Ao contrário, apenas se limita a afirmar:

*78. Por este conjunto de fatores, é possível dizer que a Vórtx, ao concordar em atuar como agente fiduciário sem exercer devidamente o seu papel, cooperou para viabilizar a operação fraudulenta no mercado de capitais, [nos termos] da Instrução CVM 08/79.*

83. Considerar a omissão como elemento suficiente para caracterização de participação em fraude é criar um tipo de responsabilidade por ato de terceiro para participantes de oferta, ou ainda presumir dolo, duas hipóteses inadmissíveis em direito punitivo.

84. Tratando-se de fraude, é necessário que os envolvidos tenham agido com o objetivo de adquirir vantagem indevida, não bastando que se compreenda haver possibilidade de alguém sofrer alguma perda. Nesse sentido, como leciona a Diretora Marina Copola, em artigo jurídico:

*A principal dificuldade na diferenciação entre o dolo eventual e a culpa é que, no primeiro caso, aqueles elementos estão tão atenuados que eles aparentam se aproximar da negligência. Mas a conformação psíquica do agente que procede com dolo nunca é a mesma daquele que age com descuido – ainda que tal “desleixo” possa gerar riscos.*

*É incorreta, portanto, qualquer equiparação do dolo eventual à culpa consciente ou mesmo à culpa grave – embora a CVM já o tenha feito em ao menos duas ocasiões<sup>68</sup> (comparação esta que parece ter sido abandonada em tempos mais recentes). “a conformação psíquica do agente que procede com dolo nunca é a mesma daquele que age com descuido – ainda que tal ‘desleixo’ possa gerar risco”<sup>4</sup>.*

85. Ao intermediário líder, Socopa, a mesma acusação foi formulada: omissão que favoreceu operação fraudulenta. Segundo a acusação, a Socopa não tomou as diligências

---

<sup>4</sup> COPOLA, Marina Palma. *Sem querer querendo: uma discussão sobre o uso do dolo eventual nos ilícitos administrativos do mercado de capitais*. RSDE. REVISTA SEMESTRAL DE DIREITO EMPRESARIAL. V. 28, 61-118. p. 92-95. 2021.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

exigidas pela regulação<sup>5</sup> e típicas<sup>6</sup> deste mercado para avaliar as condições da oferta, tendo apenas analisado documentação fornecida pelo emissor e solicitado opinião de assessor legal.

86. Novamente, a omissão, por si, não é prova de participação em operação fraudulenta e, sem exame mais detido da atuação dos participantes, também não atribui o dolo da artificialidade na operação, não se podendo falar em materialidade em tal conduta.

### **Atuação das gestoras e repactuação do pagamento dos CRI**

87. A Acusação entende que as gestoras dos fundos que adquiriram os CRIs se vinculam à operação fraudulenta ao adquirirem CRI lastreado em operação artificial. Além disso, a TMJ votou favoravelmente pela repactuação do fluxo de pagamento dos CRI (ver §33 do Relatório).

88. Quanto à decisão de investimento, entendo que a Acusação não foi capaz de comprovar que a operação como um todo era artificial. Portanto, o mero fato de terem optado por investir não é suficiente para qualificar participação em operação fraudulenta.

89. Para que a aceitação de repactuação dos CRI constituísse elemento de fraude, seria preciso demonstrar que as razões para votar nesse sentido eram diretamente ligadas à obtenção de vantagens próprias (ainda que não necessariamente ilícitas), tornando a decisão “interessada” e afastando a aplicação da regra da decisão negocial.

90. A Acusação não evidenciou que as vantagens seriam ilícitas, mas claramente não se tratou de decisões “desinteressadas” por todos os envolvidos, circunstância bem demonstrada no Termo de Acusação. Assim, é adequado que se examine em alguma medida o mérito da decisão, até mesmo para se poder avaliar se teria havido ilicitude nas vantagens, dolo de induzir ou manter terceiros em erro. Justifica-se, portanto, que o mérito seja analisado neste caso.

91. Procedendo-se a essa análise, porém, considero que as defesas demonstraram com nitidez que a decisão tinha racionalidade e visava ao benefício do empreendimento. Ainda no processo de investigação, a TMJ havia justificado seu voto com base na perspectiva de conclusão satisfatória do empreendimento com os investimentos advindos da compra de Maluí pela Venture Capital (ver §34 do Relatório).

---

<sup>5</sup> Instrução CVM nº 476/2009:

*Art. 11. São deveres do intermediário líder da oferta: I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; II – divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores;*

<sup>6</sup> De acordo com o Doc. 0802773. §210: "1. relatório de due diligence (verificação prévia) no emissor; 2. legal opinion de assessores legais (a opinião legal apresentada foi contratada pela emissora); 3. realização de auditoria técnica sobre o empreendimento para onde os recursos seriam destinados; 4. declarações de veracidade do emissor e da eventual garantidora (garantia fidejussória); 5. cartas de conforto de auditores independentes; e 6. gravação da bring down call (ligação antes de efetivar o livro de subscrição com a empresa para se assegurar que não existem fatos novos) ou outros."



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

92. A Acusação teve motivos inteiramente plausíveis para suspeitar dessa abordagem da gestora, mas a escolha pela repactuação se mostra provida de fundamentos claramente compatíveis com uma decisão racional, passível de ser tomada por motivações legítimas, e inclusive já tendo resultado em consequências positivas para o negócio.

### III.II. FRAUDE NA OFERTA DAS DEBÊNTURES

#### Irregularidades na destinação dos recursos

93. Examinando pagamentos de despesas da oferta, a Acusação considerou duas suspeitas: (i) destinação de R\$ 1.438.554,53 para “despesas com terceiros”, visto que tal valor teria sido transferido sem o devido registro das garantias, desrespeitando a escritura de emissão das debêntures (ver §46 do Relatório); (ii) destinação de R\$ 437.352,43 à Bonauguri, que, apesar de ter sido qualificada como “despesa de emissão”, teria, segundo a Acusação, que ter entrado na definição de “despesa com terceiro” da própria escritura de emissão, desrespeitando os limites nela estabelecidos (ver §46 do Relatório).

94. Segundo a Acusação, há “conflito de interesses” entre a Bonauguri e a TMJ Gestora, visto que (ver §47 do Relatório):

- iii) A TMJ era a gestora do fundo que subscreveu as debentures da Maluí.
- iv) Alex Bayer e Leonardo Iespa faziam parte do quadro societário de ambas
- v) A Bonauguri recebeu, em 29.06.18, R\$ 437.352,43 da Maluí e, em 03.07.18 transferiu R\$ 340.000,00 para Alex Bayer e Leonardo Iespa.
- vi) Conforme relato da Maluí, teria sido a Bonauguri quem a procurou para intermediar contato com a Venture Capital, que por sua vez intermediaria a utilização da bandeira Hard Rock Hotel no empreendimento.

95. A conclusão da Acusação (§160):

*O (i) ciclo de pagamentos identificado (MZL IMA-B -> Maluí -> Bonauguri -> Sócios da Bonauguri que também eram sócios da TMJ), o (ii) conflito de interesse relacionado aos sócios da consultoria Bonauguri que também eram, na época dos fatos, sócios da gestora (TMJ) do único fundo de investimento que adquiriu as debêntures emitidas pela Maluí, e o (iii) fato de o intermediário líder não ter apresentado evidências de esforço de venda/procura de investidores, [...], indicam a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para os sócios da TMJ, através de uma operação estruturada com o fito de aplicar recursos dos cotistas do MZL IMA-B (maioria RPPS) nas debêntures da Maluí.*

96. Ainda imputa à Vórtx responsabilidade por omissão pela operação fraudulenta, uma vez que não questionou a classificação do pagamento à Bonauguri enquanto despesa de



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

emissão, em contrariedade à escritura de emissão, descumprindo deveres de agente fiduciário da oferta (Incisos II e XX do art. 11 da ICVM 583).

97. Assim como já exposto neste voto (§67 e ss.), os apontamentos serviriam de indício de fraude se não existissem razões econômicas legítimas para o pagamento. Mas a Maluí justifica os pagamentos da seguinte forma:

*[A]pós a desistência do Grupo GJP em atuar na administração hoteleira do empreendimento, necessitava-se urgentemente de bandeira hoteleira de peso, capaz de ancorar um processo de relançamento do empreendimento junto ao seu público-alvo. A Bonauguri, consultoria composta por sócios da TMJ, propôs um serviço de intermediação entre a Maluí e a representante no Brasil do Hard Rock Café International (USA), Inc. (“Hard Rock USA”), matriz americana das franquias internacionais Hard Rock. A referida intermediação foi essencial à continuidade do empreendimento, pois possibilitou a aquisição de uma bandeira hoteleira de peso, capaz de impulsionar as vendas das frações imobiliárias.*

98. Com efeito, Maluí afirmou ter celebrado contrato de prestação de serviços de intermediação comercial com a Bonauguri em junho de 2017. O instrumento contratual consta dos autos datado de 16.10.2017 (1125193 -Anexo 6 da defesa).

99. A defesa de Maluí narra:

*Em junho de 2017, a Companhia celebrou contrato de prestação de serviços de intermediação comercial entre a Maluí e a Bonauguri Consultoria Empresarial e Participações Ltda. (“Bonauguri”), empresa que possuía sócios em comum com a TMJ (Anexo 6).*

*Na sequência, a Maluí foi apresentada à VCI e no mês subsequente deu-se início aos estudos de viabilidade para eventual migração do projeto original – Maluí Ilha do Sol – para um Hard Rock Hotel.*

*Para tanto, o estudo de viabilidade de um Hard Rock Hotel na Ilha do Sol foi encomendado à Horwath HTL (“Horwath”), consultoria internacional centenária especializada em hotelaria e turismo e, em agosto de 2017, foi produzido estudo de viabilidade do empreendimento com as seguintes conclusões (Anexo 7): (...)*

100. Como mencionado pela própria defesa, o relatório de avaliação da viabilidade de implantação de hotel com a bandeira Hard Rock é datado de agosto de 2017 (1125193 – Anexo 7). A defesa ainda junta relatório de conversão do empreendimento preparado pela equipe do Hard Rock International também do mês de agosto (1125193 – Anexo 9).

101. Como afirmei acima (§68), a data da formalização do contrato é posterior aos movimentos de aproximação entre Hard Rock/Venture e Maluí. Ademais, também conta com evidência nos autos que essa aproximação foi realmente promovida por sócios da empresa, especialmente Alex Bayer, que atuou na construção da intermediação com representantes da Hard Rock, fato demonstrado por evidências claras (1703076 e 1703078). Assim, entendo ter sido comprovado que os pagamentos tiveram fundamento econômico.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

102. Cabe ressaltar, novamente, que o fato de o empreendimento ter sido levado a cabo deixa claro que a oferta não era de todo procedimento simulado. Não superada a dúvida razoável quanto a ausência de fundamento legítimo para os pagamentos, não vejo indícios suficientes de fraude na oferta de debêntures.

### **Atuação do intermediário líder**

103. Os pontos da Acusação sobre a atuação do intermediário líder são dois. O primeiro é que a empresa baseou sua verificação da qualidade/suficiência das informações prestadas pela ofertante exclusivamente em documentos produzidos ou encomendados pela própria ofertante. O segundo é que o intermediário não foi capaz de comprovar esforços de procura por investidores para adquirir as debêntures, tendo apenas “emprestado seu nome” para cumprir obrigação regulatória da Instrução CVM nº 476/09, sendo que a aquisição da oferta por fundo gerido pela TMJ já era certa (Ver §60 do Relatório).

104. Quanto ao primeiro ponto, a CM enviou documentos para evidenciar as diligências promovidas, a saber: **(i)** relatório de análise de riscos reputacionais relacionados à Maluú e seus sócios, elaborado pela própria CM; **(ii)** parecer e auditoria legal elaborados por escritório de advocacia; **(iii)** relatórios de rating (preliminar e definitivo) elaborados pela LFRating; **(iv)** documentos societários da emissora; **(v)** matrícula do imóvel do empreendimento; **(vi)** demonstrações financeiras da Maluú e Teixeira & Holzmann; e **(vii)** declarações de imposto de renda dos fiadores das debêntures (Ver §55 do Relatório).

105. Para a Acusação, como dito, apenas a análise reputacional serve de indício de diligências realizadas por parte do intermediário líder, por ser o único documento não intrínseco à oferta. Em sua análise, a CM poderia ter promovido as seguintes diligências, usuais no mercado:

*1. relatório de due diligence (verificação prévia) no emissor; 2. legal opinion de assessores legais (a opinião legal apresentada foi contratada pela emissora); 3. realização de auditoria técnica sobre o empreendimento para onde os recursos seriam destinados; 4. declarações de veracidade do emissor e da eventual garantidora (garantia fidejussória); 5. cartas de conforto de auditores independentes; e 6. gravação da bring down call (ligação antes de efetivar o livro de subscrição com a empresa para se assegurar que não existem fatos novos) ou outros.<sup>7</sup>*

106. A ausência de procura por investidores é coerente com a narrativa de que Emissora e Gestora já combinaram previamente a aquisição da oferta por fundo gerido pela TMJ. Este ponto é relevante considerando o recebimento de valores por sócios da TMJ por meio da Bonauguri. Entretanto, possível relação prévia entre gestor de fundos adquirentes de oferta e ofertantes não constitui, por si, infração.

---

<sup>7</sup> Doc. 0802773. §210.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

107. Faltou, porém, diligência suficiente para detectar algumas inconsistências informacionais quanto a uma parte das garantias, no que a Acusação a meu ver tem razão.

#### **Atuação da TMJ**

108. Quanto à atuação da TMJ em relação aos investidores do fundo adquirente da oferta de debentures, a Acusação sustenta que a empresa faltou em avaliar adequadamente o risco do investimento bem como em seu dever geral de diligência e lealdade, por ter investido em projeto marcado por artificialidade e por não ter divulgado sua conexão com Bonauguri, empresa que recebeu pagamentos no contexto da oferta (Ver §62 do Relatório).

109. Tais acusações serão discutidas quando da análise das responsabilidades da TMJ.

110. A Acusação ainda levanta suspeitas quanto à liquidação das debêntures, visto que os recursos para tanto advieram de mútuo realizado pela Venture. Na análise da Acusação, a Venture se capitalizou por meio de emissão de debentures considerada fraudulenta no Caso VCI (Ver §65 do Relatório).

111. A proveniência dos recursos ser de oferta considerada fraudulenta, na qual a captação também se deu entre fundos geridos pela TMJ, atestaria o conluio entre emissores e gestora.

#### **IV. ANÁLISE DAS INFRAÇÕES POR ACUSADO**

112. A todos os acusados por cometimento de operação fraudulenta, aplica-se o que expus na Seção III acima para descaracterizar as respectivas acusações.

#### **Reit, Bruno Rio e Márcia Carneiro**

113. A Reit é acusada de participação na operação fraudulenta da ICVM 08, como emissora dos CRIs, e por deixar de fornecer informações verdadeiras e suficientes sobre a oferta para os investidores (art. 10 da ICVM 476). Para resumo das defesas desses acusados, ver Relatório §§22-23 e 43-46. Não há que se falar em operação artificial nos CRIs, nem operação fraudulenta.

114. Bruno e Márcia assinaram o termo de securitização dos CRI na posição de Diretor Presidente e DRI da Reit, respectivamente.

115. A Reit fez os pagamentos à TMJ Consultoria. Contudo, mesmo que se considere ter havido irregularidade por parte da TMJ, não há evidência de participação ativa pela Reit, que fez os pagamentos mediante apresentação das devidas notas fiscais e em atendimento às determinações da Maluí e do Representante dos Investidores. A Reit, na hipótese de atuação irregular pela TMJ, teria sido ou convencida pelo suposto ardil, ou na pior das hipóteses faltosa em seu dever de diligenciar para detectar irregularidades, o que não caracteriza fraude.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

116. A segunda acusação é de infração art. 10 da ICVM 476:

*Art. 10. O ofertante deverá oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores.*<sup>8</sup>

117. O dever imposto por tal dispositivo não deve ser lido como obrigação de resultado. Especialmente tratando-se de securitizadora – empresa que não estrutura a operação subjacente, como em regra ocorre em outras emissões de dívida privada – o dever é de diligenciar para que informações de qualidade sejam fornecidas aos investidores.

118. Portanto, para que o ilícito esteja configurado, é preciso que informação inverídica ou insuficiente seja efetivamente disponibilizada a investidores, bem como que os eventuais erros não advenham de fatores alheios à capacidade de identificação de um ofertante diligente.

119. No processo de investigação, a SRE questionou a Reit e seus responsáveis sobre suas diligências para garantir que as informações da oferta eram suficientes e completas (0703109). A empresa respondeu listando precauções tomadas (0711062), às quais a Acusação reagiu no Termo de Acusação da seguinte forma:

*59. Após análise dos documentos apresentados, verificou-se que em nenhum momento foi levantada a preocupação com o fato de os direitos creditórios terem sido originados de uma promessa de compra e venda entre empresas com diretor responsável e sócios em comum. Desta forma, a Reit não conseguiu demonstrar o devido atendimento ao art. 10 da ICVM 476, que determina que o ofertante deverá oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores.*

120. Os adjetivos dados à informação, no tipo, são “*verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes*”. Deixar de falar algo pode implicar “falsidade”, quando a omissão conduz o outro ao erro, ou em insuficiência, quando a informação que não se divulgou era necessária à boa avaliação do investimento.

121. Na leitura da acusação, a infração estaria caracterizada pois faltaria informação no material de divulgação da oferta, a saber: que os CRI eram lastreados em negócio entre partes sob o mesmo controle. Para que haja aplicação do tipo, é preciso que a falta da informação induza ao erro ou afete substancialmente a possibilidade de avaliação do investimento.

---

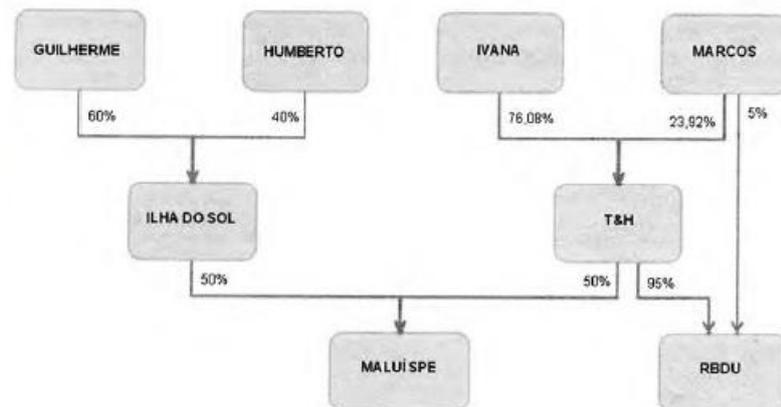
<sup>8</sup> Como sustentei ao relatar o PAS 19957.000596/2019-95: “A redação art. 10 da ICVM 476 parece ter redundâncias ao falar em informações ‘verdadeiras’ e ‘corretas’, cuja diferença me escapa, e se as informações são suficientes e verdadeiras não vejo como poderiam ser ‘inconsistentes’. Por simplicidade, emprego em algumas ocasiões apenas ‘má qualidade’ ou ‘inadequadas’ para qualificar as informações que não se adequam à norma. A rigor a questão da falsidade extrapola até a questão da má qualidade. De todo modo, este PAS não trata de conduta em que imputada ‘falsidade’ na acepção própria do direito punitivo, que pressupõe o dolo, mas apenas no sentido objetivo de informação falsa em mera oposição à informação verdadeira. Ademais, a inconsistência principal não é de uma informação inteiramente falsa, porque a verdadeira constou da oferta, e sim contraditória, pois além da informação correta havia também informação incorreta sobre o mesmo fato.”



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

122. Quanto à primeira possibilidade, sem dúvida é desejável que potenciais coordenações ou conflitos de interesse em operações sejam divulgados. Entretanto, como já mencionado (ver §18 deste Voto - sobre relatório de rating), não vejo como considerar ter havido qualquer esforço de esconder a relação entre as partes do negócio subjacente. Pelo contrário, o material da oferta expunha claramente que a Teixeira & Holzmann deveria ser considerada controladora de Maluí para todos os efeitos. Mais relevante ainda é que os documentos da oferta dos CRIs relacionaram expressamente a auditoria e o parecer de escritório de reconhecida experiência em negócios como os de que aqui se trata, que explicitam, inclusive graficamente, que RBDU e Maluí tinham controle comum, tornando a estrutura da operação facilmente verificável (pág. 20 do parecer, doc. 0862489 no processo eletrônico), que a seguir reproduzo:

Com relação às Partes envolvidas na Operação, a MALUÍ SPE é a responsável pelo desenvolvimento do Empreendimento Maluí. IVANA, MARCOS e T&H figuram como garantidores da Operação, na qualidade de fiadores, e ILHA DO SOL oferece bens imóveis em garantia à Operação. A RBDU figura como devedora dos créditos imobiliários representados pela CCI, que será o lastro dos CRI. Os controladores diretos e indiretos da MALUÍ SPE<sup>7</sup> e da RBDU são aqueles constantes do organograma societário abaixo:



123. Nesse sentido, o relatório da gestora que adquiriu os CRIs, apresentado pela Defesa menciona expressamente o parecer jurídico acima reproduzido como objeto da análise que fundamentou sua decisão de adquirir os títulos:



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### Visão do Investimento

Tendo em vista o referido investimento podemos destacar sua alta nota de rating, caracterizando um baixo risco de crédito; Somado ao seu alto valor de garantias e o estágio avançado das obras; e ainda considerando a projeção de recebimentos e testes de stress realizados, tornam o investimento atrativo.

Completamos nossa análise com amplo suporte de agência classificadora de risco, auditoria, opinião legal e laudo técnico de engenharia, sendo assim consideramos:

Com base nos dados supracitados, que atendem os preceitos dos regulamentos dos fundos da FMD, acreditamos que adquirir a operação constitui-se em uma boa oportunidade de investimento.

### Conclusão:

Decidimos por limitar nossa compra em R\$13.000.000,00 para o Fundo Illuminati.

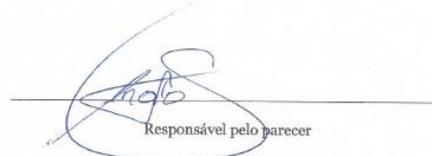
**FMD** Asset

São Paulo, 08 de janeiro de 2017

À Planner,

**Parecer de Crédito da emissão do CRI - Maluf**

A operação de crédito tem objetivo principal de finalizar a obra do hotel resort denominado Maluf Ilha do Sol, localizado a 70 km de Londrina. O empreendimento é composto de 228 unidades com o conceito de uso misto, sendo hotelaria tradicional, day use e fractional. É gerido pela GJP (empresa de hotelaria do grupo CVC, uma das cinco maiores empresas de turismo do mundo, com dez hotéis em operação e 6 em construção). A previsão de entrega das obras é junho 2017, sendo que 86% já foi construído. Valor total da operação é R\$30.750.000,00 (trinta milhões setecentos e cinquenta mil reais) e pretendemos comprar R\$13.000.000,00 (treze milhões de reais).

  
Responsável pelo parecer  
Arnaldo Silva  
Gestor da FMD Gestão de Recursos Ltda.

124. Independentemente dessa divulgação adequada e de sua aparente análise pelos adquirentes, o lastro em operação entre partes sob o mesmo controle não transforma por si só a natureza da emissão, de algo com sentido econômico para um processo artificial, como já desenvolvido da Seção III deste voto. Da mesma forma, uma vez que não se pode pressupor que a qualidade e a natureza do ativo difiram entre ofertas com ou sem partes relacionadas, também não identifiquei insuficiência nas informações. Assim, não considero que a omissão desse dado implique divulgação de informação inadequada para fins do art. 10 da ICVM 476.

125. Portanto, entendo não materializada a infração quanto aos defendentes Reit, Bruno Rio e Marcia Carneiro, da acusação de deixar de fornecer informações verdadeiras e suficientes sobre a oferta para os investidores.

### **Vórtx**

126. A Vórtx, como agente fiduciário de ambas as ofertas, foi acusada de participação em operação fraudulenta, bem como por falha na verificação regularidade da constituição e veracidade das informações prestadas sobre garantias e demais informações da oferta, e pelo pagamento indevido de despesas com terceiros (Incisos II, V, X e XX do art. 11, da ICVM 583). Para resumo de sua defesa, ver Relatório §§84-89.

127. Sobre os pagamentos à TMJ Consultoria, o mesmo que vale para a Reit se aplica em parte aqui, na medida em que a Acusação não deixou claro como a empresa poderia ter se beneficiado do suposto pagamento indevido. Uma diferença é que a Vórtx, como agente fiduciário, foi quem liberou o pagamento, mas não há mais qualquer elemento apontado como configurador da infração.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

128. Quanto à acusação de falha na verificação regularidade da constituição e veracidade das informações prestadas sobre garantias da oferta, no que se refere à possível infração por não ter identificado que a oferta era operação simulada, fundada em operação entre partes sob o mesmo controle, já foi suficientemente argumentado neste voto que não havia informação a corrigir (Ref.§106). Sendo assim, examino apenas a acusação quanto a diligência do agente fiduciário em analisar as garantias.

129. Quanto à oferta de CRI, a Acusação vê infração direta aos incisos V e X do artigo 11 da ICVM 583 em aviso da Vórtx em seu Relatório Anual referente ao ano de 2017:

*As informações contidas no presente relatório estão baseadas exclusivamente na documentação recebida pelo Agente Fiduciário nos termos do instrumento de emissão, incluindo documentação fornecida pela Emissora, não havendo o Agente Fiduciário efetuado nenhuma diligência ou verificação quanto à autenticidade das informações apresentadas. O Agente Fiduciário não realizou nenhuma investigação independente para verificação da autenticidade ou completude das informações por ele recebidas nos termos do termo de securitização. (0816604)*

130. Além disso, destaca que, como a manutenção da suficiência e exequibilidade de diversas garantias dependiam do sucesso do empreendimento, a Vórtx deveria ter acompanhado o avanço das obras, o que não teria feito. Contudo, a Defesa argumenta, corretamente a meu ver, que não caberia ao agente fiduciário acompanhar a execução das obras. Tem razão, porém, a Acusação ao apontar que a Vórtx não poderia ter confiado cegamente nos documentos apresentados pela emissora, sem qualquer verificação ou diligência adicional conforme ela mesma assumiu no *disclaimer* acima transcrito. Assim, entendo que a Vórtx descumpriu com os incisos V e X do art. 11 da ICVM 583.

131. Quanto à oferta de debêntures, a Acusação chama atenção para o fato de que parte das garantias nunca foi efetivamente constituída (além das mesmas preocupações com as garantias dos CRI). As principais garantias eram: **(i)** Alienação Fiduciária em garantia sob condição suspensiva de 22 unidades imobiliárias integrantes do Empreendimento Maluí. **(ii)** Cessão Fiduciária em garantia sob condição suspensiva dos direitos creditórios do Empreendimento Maluí. **(iii)** Hipoteca de 2002 frações ideais das unidades imobiliárias integrantes do Empreendimento Maluí. **(iv)** Hipoteca de 478 frações ideais das unidades imobiliárias integrantes do Empreendimento Maluí.

132. Destas, segundo a Acusação, apenas a hipoteca de 2002 frações ideais das unidades imobiliárias teria sido efetivamente constituída.

133. A meu ver, no entanto, não tem razão a Acusação sobre falha na verificação regularidade da constituição e veracidade das informações prestadas sobre garantias (incisos V e X do art. 11 da ICVM 583).



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

134. As garantias (i) e (ii) estavam sob condição suspensiva, ou seja, vinculadas à efetiva liquidação dos CRIs, quando então essas garantias dos CRIs se tornariam garantias das debêntures. Porém, a liquidação jamais ocorreu, até porque a emissão das debêntures foi suspensa, com apenas R\$ 5,8 milhões captados dos R\$66 milhões que estavam previstos.

135. A suspensão, inclusive, adveio de fatores imprevisíveis ao curso normal da operação. Em julho de 2018, a própria CVM emitiu uma infeliz *stop order* contra a distribuição das debêntures da VCI. Assim, o previsível prejuízo reputacional aos empreendimentos da Hard Rock culminou no cancelamento da oferta das debêntures da Maluí.

136. Assim, entendo que não houve falha informacional, pois era expressa e clara a previsão de que essas garantias dependiam de outros fatores para serem constituídas, que terminaram não ocorrendo, sem qualquer responsabilidade dos acusados para isso.

#### **Socopa e Daniel Lemos**

137. Socopa, na qualidade de intermediário líder na oferta de CRI, é acusada de participação em operação fraudulenta, já descaracterizada, e por falta de diligência em assegurar que as informações prestadas pelo ofertante eram verdadeiras e por não manter lista de investidores procurados (art. 11, I e Art. 7º-A, §2º, da ICVM 476). Para resumo das defesas desses acusados, ver Relatório §§76-79.

138. Daniel Lemos assinou o contrato de distribuição dos CRIs como representante.

139. Quanto à acusação de falta de diligência na verificação da veracidade e suficiência das informações prestadas pelo ofertante, a Socopa mencionou, basicamente, a análise dos próprios documentos da oferta (Ver §25 do Relatório) como objeto de sua diligência. A meu ver, não basta. Para verificar a veracidade de um documento ou proposição, é preciso contrastá-lo com a realidade ao qual se referem ou com outros documentos que tratem sobre esta mesma realidade. Não é suficiente verificar a informação prestada por alguém apenas analisando a informação prestada pela mesma pessoa – em alguns casos é possível identificar inconsistências entre diferentes documentos ou trechos de um mesmo documento, mas não a procedência de cada informação individualmente.

140. Assim, entendo caracterizada a infração ao art. 11, I, da ICVM 476.

141. Quanto à acusação de descumprimento ao §2º do art. 7º-A da ICVM 476, pela não apresentação da lista de investidores procurados, entendo ter a Socopa esclarecido a questão, quando afirmou à SRE (ver 0742066) que, além dos subscritores dos CRIs, não houve outros investidores.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

142. Com efeito, a lista é a própria relação dos subscritores. A tese da Acusação, contudo, é que a Socopa, na qualidade de intermediária líder, deveria ter comprovado que procurou mais investidores e, se não o fez foi para que a suposta fraude fosse facilitada. Como exposto no item 88 do Termo de Acusação, “a Socopa não conseguiu demonstrar o cumprimento do que determina a norma, como também não demonstra a procura de outros investidores, o que indica direcionamento da oferta para os fundos de investimento que acabaram por adquirir os CRI originados em uma operação fraudulenta”.

143. A procura por investidores é um pressuposto lógico da existência da lista, e não uma obrigação imposta pela regulamentação. O que a norma impõe é o dever de registrar quem foi procurado, e não o dever de procurar. A lista, nesse sentido, serve para controlar se foi respeitado o limite de 75 investidores, imposto pelo art. 3º, I, da ICVM 476, e, no caso concreto, a relação de subscritores supre a exigência da norma.

144. Faço referência ao julgamento do Colegiado em 29.8.2024, por unanimidade, do PAS nº 19957.000596/2019-95, que afastou a infração de não manter a lista de investidores pela circunstância de não ter havido procura por outros investidores. Se não houve procura por outros investidores, a própria relação de investidores que participaram da oferta já supre a lista. No processo referido, meu voto de relatora assim dispôs:

*39. Assim, embora formalmente não tenha sido apresentada uma lista de controle exatamente como a referida no §2º do art. 7-Aº, tendo em vista que na prática o que foi apresentado trouxe as informações requeridas, entendo que não há materialidade delitiva a justificar a aplicação de pena às acusadas pela insuficiência pontual quanto a esse documento, inclusive tendo em vista que já estão sendo condenadas por questão mais abrangente que é a falta de diligência como intermediário líder.*

#### **RBDU e Marcos Holzman**

145. RBDU, na qualidade de devedora dos créditos imobiliários da emissão dos CRI, é acusada de participação em operação fraudulenta. Marcos Holzmann, como representante da RBDU, assina o contrato de compra e venda entre Maluí e RBDU e o contrato de emissão das CCI. Para resumo das defesas desses acusados, ver Relatório §§101-104.

146. Como desenvolvido na seção sobre a fraude na emissão dos CRIs, não há como considerar que houve ardil nessas etapas da operação, havendo irregularidades apenas nos pagamentos que por fim aproveitaram aos sócios da TMJ.

147. A compra e venda de unidades ideais de fato serviu para estruturar os CRIs que, por sua vez, realmente serviram ao propósito declarado para financiar empreendimento imobiliário. Assim, o envolvimento da RBDU se deu apenas nas etapas da operação isentas de qualquer elemento de fraude, não estando caracterizada a infração para os acusados.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### Maluí, Guilherme Tedeschi, Leandro Rúbio e Marcos Holzmann

148. Maluí, na qualidade de credora dos créditos imobiliários da oferta dos CRI e emissora das debêntures, é acusada de participação na operação fraudulenta, já descaracterizada, e por deixar de fornecer informações verdadeiras e suficientes sobre a oferta para os investidores (art. 10 da ICVM 476). Resumo das defesas no Relatório §§89-93,100-106

149. Sobre a infração relacionada às falhas informacionais, trato de início da alegação de *bis in idem* (§9). Afirmam as defesas que haveria apenas uma conduta que teria gerado duas acusações relacionadas a artigos diferentes.

150. Entendo que a tese não procede. A suposta falha informacional não gerou a operação fraudulenta pela qual é acusada. São ilícitos distintos, em concurso formal.

151. Também discordo da alegação de que as falhas das garantias não estariam abarcadas pelo descumprimento das falhas informacionais. O §181 do Termo de Acusação é claro ao dizer que todos os pontos elencados no parágrafo anterior<sup>9</sup>, inclusive a falhas das garantias, ensejaram a falha informacional. Porém, considerando que não houve falha informacional acerca das garantias das debêntures, como expus aos §§134 e 135, entendo não haver infração ao art. 10 da ICVM 476.

### CM Capital DTVM e Fábio Feola

152. CM Capital, intermediário líder na oferta de debêntures, é acusada de participação em operação fraudulenta por falta de diligência em assegurar que as informações prestadas pelo ofertante eram verdadeiras, já afastada, e por não manter lista de investidores procurados (§2º do Art. 7º-A da ICVM 476 c/c inciso I do art. 11 da ICVM 476). Fábio Feola consta como diretor responsável da CM Capital em ficha de cadastro (0861676) no sistema da CVM desde abril de 2017. Para resumo das defesas desses acusados, ver Relatório §§110-111.

153. Assim como a intermediária líder dos CRI, a CM Capital se restringiu a analisar documentos intrínsecos à oferta e produzidos pelo próprio ofertante para verificar a veracidade e suficiência das informações prestadas pelo próprio ofertante. Por este motivo considero caracterizada a infração ao art. 11, I, da ICVM 476, assim como considerei para a Socopa.

---

<sup>9</sup> a) a oferta pública de debêntures da Maluí está claramente conectada às duas outras operações fraudulentas relacionadas acima que também beneficiaram a Maluí; b) semelhante ao que ocorreu na destinação dos recursos das debêntures da Venture Capital, foram transferidos indevidamente R\$ 340.000,00, provenientes da integralização das debêntures da Maluí, aos sócios da gestora TMJ, responsável pelas decisões de investimento não apenas das debêntures da Maluí, como também das debêntures Venture Capital, do CRI REIT, e da aprovação do Contrato de Mútuo entre Venture Capital e Maluí; c) não foram constituídas 3 das 4 garantias previstas na Escritura de Emissão das debêntures da Maluí e a única garantia constituída, foi constituída parcialmente; e d) o empreendimento apresenta atraso no cronograma de 1 ano e 4 meses em relação à estimativa inicial, necessita ainda de R\$ 15.234.053,85 para conclusão, além de apresentar vendas muito abaixo do estimado.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

154. Quanto à apresentação de lista de investidores procurados na oferta, a CM Capital apresentou lista com um único potencial investidor (0598042), o que, para a Acusação, inseria-se em “*uma operação estruturada com o fito de aplicar recursos dos cotistas do MZL IMA-B (maioria RPPS) nas debêntures da Malu*” (Acusação, §160).

155. Não tendo sido comprovada fraude, a apresentação de informações sobre um único investidor, pelas mesmas razões que expus para a Socopa, supre a exigência do §2º do Art. 7º-A da ICVM 476.

#### **TMJ, Alex Bayer, Leonardo Iespa e Gyorgy Pavetits**

156. TMJ, gestora de fundos que adquiriram ambas as ofertas, é acusada de participação em operação fraudulenta, bem como por falta de lealdade ao não buscar as melhores condições para os fundos geridos (art. 92, I, da ICVM 555). Alex Bayer assina como representante da TMJ em Ata de Assembleia dos Titulares dos CRI (0763299). Além disso, de acordo com cadastro da CVM, foi diretor da TMJ de julho de 2016 até agosto de 2018. Também de acordo com o cadastro da CVM Leonardo Iespa foi diretor da TMJ de julho de 2016 até agosto de 2018. Gyorgy Pavetits foi diretor da Elleven de agosto de 2018 até março de 2019. Para resumo das defesas desses acusados, ver Relatório §§68-74, 79-82, 93-8.

157. A infração de participação de operação fraudulenta não se caracteriza pelos motivos já expostos. Contudo, a TMJ, enquanto gestora de fundos que adquiriram as ofertas, recebeu valores de seus estruturadores, por meio de empresa de mesmos sócios, a TMJ Consultoria, sobre os quais não foram capazes de dar explicações. Na verdade, foi divulgada situação justamente em sentido contrário, pois o relatório de análise da oferta produzido pela gestora expressamente afirma, como transcrito abaixo, que nem a TMJ (à época, Elleven), nem pessoas a ela ligadas, possuíam conflitos de interesse em relação à operação (0581820, doc. 1):

*“São consideradas partes ligadas à Gestora: qualquer pessoa natural ou jurídica que participe com 10% (dez por cento) ou mais do capital social da Gestora, direta ou indiretamente; ou qualquer pessoa jurídica (exceto fundos de investimento) em que a Gestora participe com 10% ou mais do capital social, direta ou indiretamente. Não foi identificada nenhuma pessoa ou empresa nestas condições, logo não foi reconhecido nenhum conflito de interesses na referida operação”*

158. A ausência de explicações por si, como visto, não supre o ônus acusatório de demonstrar intenção de lucrar de forma ilícita, isso é, por outros motivos que não a participação efetiva na oferta. O dever de lealdade, contudo, impõe padrão de conduta mais elevado ao envolvido na relação fiduciária. Diante daqueles que são protegidos por este dever, o gestor precisa exercer postura ativa de transparência, mas os investidores dos fundos geridos não possuem o ônus de demonstrar possível desvio de interesse do gestor, como a Acusação possui.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

159. Ao não justificar os pagamentos recebidos por meio da TMJ Consultoria, a TMJ não cumpriu com o padrão de transparência esperado por um gestor de recursos de terceiros, o que é suficiente para caracterizar a infração ao art. 92, I, da ICVM 555, que deve ser imputada a própria gestora e aos administradores, Alex Bayer e Leonardo Iespa. Esta conclusão, porém, não se aplica ao acusado Gyorgy Pavetits, pois ele ingressou na TMJ após os fatos. Além disso, como mencionado no §91 supra, Gyorgy Pavetits também deve ser absolvido das imputações a ele feitas acerca da repactuação dos CRI, pois não só a repactuação não se inseriu em qualquer operação fraudulenta, bem como a sua aprovação nas AGT de 12.03.2019 não configurou falha de seus deveres de diligência e lealdade.

#### **FMD (atual Fornax Consultoria Empresarial S.A.) e Fábio Barbosa**

160. FMD, como gestora de fundos que adquiriram a oferta de CRI, é acusada participação em operação fraudulenta, já afastada, bem como por falta de lealdade ao não buscar as melhores condições para os fundos geridos (Inciso I do art. 92 da ICVM 555). De acordo com o cadastro da CVM, o Fábio Barbosa foi diretor da FMD de maio de 2009 até maio de 2018. Para resumo das defesas desses acusados, ver Relatório §§97-99.

161. A FMD também não teve atuação ativa no pagamento indevido que constitui o único elemento da oferta passível de ser considerado operação fraudulenta, de forma que não há razões para considerá-la como participante de operação fraudulenta.

162. Diferentemente do caso da TMJ, não há nem mesmo acusação de recebimento de pagamentos indevidos pela FMD no processo. Como a oferta não era fraudulenta, também não é evidente que o gestor tenha descumprido seu dever de lealdade só pela opção de investimento. Portanto, a Acusação não demonstrou quebra de dever de lealdade.

163. Como já sustentado, também, não há motivos para afirmar que a oferta de CRIs da Reit era artificial. Se assim fosse, seria possível questionar o juízo da FMD ao adquirir o ativo contra o melhor interesse dos cotistas de fundos geridos por ela, especialmente se demonstrado algum elemento para considerar que teria havido quebra do dever de lealdade, ou eventualmente alguma falha grave procedimental que representasse falta do dever de diligência. Não sendo o caso, a Acusação também não logrou demonstrar a infração ao art. 92, I, da ICVM 555.

#### **IV. CONCLUSÃO**

164. Por todo o exposto, voto:

165. Pela **absolvição** da **Reit Securitizadora de Recebíveis Imobiliários S.A.**, na qualidade de emissora, e seus diretores **Bruno Patrício Braga do Rio** e **Márcia Maria Carneiro**, da acusação de operação fraudulenta (ICVM 08) e de infração ao art. 10 da ICVM 476.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

166. Pela **absolvição** da **Vórtx Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.**, na qualidade de agente fiduciário, da acusação de operação fraudulenta (ICVM 08) e de violação aos incisos II e XX do art. 11 da ICVM 583, e pela sua **condenação** à pena-base de multa em R\$ 100 mil, pela infração aos incisos V e X do art. 11 da ICVM 583, pela falha na verificação da regularidade da constituição e veracidade das informações prestadas sobre a oferta.

167. Pela **absolvição** da **Socopa Sociedade Corretora Paulista S.A.**, na qualidade de intermediária líder, e seu diretor **Daniel Doll Lemos**, da acusação de operação fraudulenta (ICVM 08) e de violação ao §2º do Art. 7º-A da ICVM 476, e pela sua **condenação** à pena-base de multa em R\$ 100 mil para a pessoa jurídica e R\$ 50 mil para a pessoa natural<sup>10</sup>, por infração ao inciso I do art. 11 da ICVM 476.

168. Pela **absolvição** da **RBDU – Brasília Empreendimentos Imobiliários SPE Ltda.**, na qualidade de devedora dos créditos imobiliários que deram lastro à emissão do CRI, e seu responsável **Marcos Fabian Holzmann**, da acusação de operação fraudulenta (ICVM 08).

169. Pela **absolvição** da **Maluí Ilha do Sol Empreendimentos Imobiliários SPE S.A.**, na qualidade de credora dos créditos imobiliários que deram lastro à emissão do CRI e emissora das debêntures Maluí, e seus responsáveis **Guilherme Tedeschi, Leandro Alberto Rúbio e Marcos Fabian Holzmann**, da acusação de operação fraudulenta (ICVM 08).

170. Pela **absolvição** da **Maluí Ilha do Sol Empreendimentos Imobiliários SPE S.A.**, na qualidade de emissora das debêntures Maluí, e seus responsáveis **Leandro Alberto Rúbio e Marcos Fabian Holzmann**, por infração ao art. 10 da ICVM 476.

171. Pela **absolvição** da **CM Capital Markets DTVM Ltda.**, na qualidade de Intermediário líder das debêntures de Maluí, e seu diretor **Fábio Feola**, da acusação de operação fraudulenta (ICVM 08) pela infração ao §2º do Art. 7º-A da ICVM 476, e pela **condenação** à pena-base de multa em R\$ 100 mil para a pessoa jurídica e R\$ 50 mil para a pessoa natural, por infração ao inciso I do art. 11 da ICVM 476.

172. Pela **absolvição** da **UM Invest Management Ltda.**, na qualidade de Gestora de fundos adquirentes dos CRI e debêntures da Maluí, e seus diretores **Alex Kalinski Bayer e Leonardo de Carvalho Iespa**, da acusação de operação fraudulenta (ICVM 08), e pela **condenação** à pena-base de multa em R\$ 200 mil para a pessoa jurídica e R\$ 100 mil para as pessoas naturais, por infração ao art. 92, I, da ICVM 555, por infração ao dever de lealdade pela falha informacional acerca do conflito de interesses.

---

<sup>10</sup> Também com base no PAS CVM nº 19957.000596/2019-95 citado na NR 19.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

173. Pela **absolvição** da **UM Invest Management Ltda.** e de **Gyorgy Ferenc Pavetits Junior**, da acusação de operação fraudulenta (ICVM 08) e pela infração ao art. 92, I, da ICVM 555, pela repactuação dos CRIs.

174. Pela **absolvição** da **Fornax Consultoria Empresarial S.A.**, na qualidade de Gestora de fundos adquirentes de CRI da Reit, e seu responsável **Fábio Antônio Garcez Barbosa**, da acusação de operação fraudulenta (ICVM 08), e pela **absolvição** por infração ao art. 92, I, da ICVM 555.

175. Ante o exposto, considerando ainda a atenuante de bons antecedentes, quando cabíveis, voto pelas seguintes condenações:

- a) **Socopa Sociedade Corretora Paulista S.A., Daniel Doll Lemos, CM Capital Markets DTVM Ltda. e Fábio Feola**, por infração ao Inciso I do art. 11 da ICVM 476, às penas de multa pecuniária no montante individual de R\$ 85.000,00 para as pessoas jurídicas e R\$ 42.500,00 para cada uma das pessoas naturais.
- b) **UM Invest Management Ltda., Alex Kalinski Bayer e Leonardo de Carvalho Iespa**, por infração ao Inciso I do art. 92 da ICVM 555, às penas de multa pecuniária no montante individual de R\$ 200.000,00 para a pessoa jurídica e R\$ 100.000,00 para cada uma das pessoas naturais.
- c) **Vórtx Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.**, pela infração aos incisos V e X do art. 11 da ICVM 583, à pena de multa pecuniária no montante individual de R\$ 100.000,00.

Rio de Janeiro, 03 de setembro de 2024

**João Accioly**  
**Relator**