



## 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 operações fraudulentas (ICVM 08/79) e violações a deveres informacionais (ICVM 476, arts. 10 e 11) em emissão de debêntures e emissão de certificados de recebíveis mobiliários, entre outros normativos.

**Relator:** João Accioly

### SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	2
2	ACUSAÇÃO .....	4
2.1	OFERTA DOS CRI .....	4
2.1.1	Falta de razão econômica legítima nos créditos imobiliários lastro do CRI.....	4
2.1.2	Destinação de recursos captados a participantes em “conflito de interesses”.....	5
2.1.3	Insuficiência das garantias prestadas.....	6
2.1.4	Omissão do agente fiduciário e intermediário líder .....	7
2.1.5	Atuação das gestoras dos fundos na aquisição e repactuação dos CRI .....	8
2.1.6	Conclusão sobre o CRI .....	10
2.2	OFERTA DAS DEBÊNTURES .....	10
2.2.1	Entendimento da Acusação sobre pagamento indevido a sócios da TMJ, gestora do fundo debenturista, e omissão do agente fiduciário .....	11
2.2.2	Entendimento da Acusação sobre garantias insuficientes e não constituídas .....	12
2.2.3	Atuação do intermediário Líder .....	13
2.2.4	Atuação da TMJ.....	14
2.2.5	Liquidação das Debêntures .....	15



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

3	DEFESAS.....	15
3.1	LEONARDO IESPA E ALEX BAYER .....	15
3.2	MÁRCIA MARIA CARNEIRO.....	17
3.3	SOCOPA E DANIEL LEMOS .....	17
3.4	UM INVEST ASSET MANAGEMENT LTDA. E ELLEVEN GESTORA DE RECURSOS LTDA.....	19
3.5	VÓRTX DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.....	20
3.6	MALUÍ ILHA DO SOL EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS SPE S.A.....	22
3.7	GYORGY FEREN PAVETITS JUNIOR.....	27
3.8	FORNAX CONSULTORIA EMPRESARIAL S.A. E FÁBIO ANTÔNIO GARCEZ BARBOSA .....	28
3.9	MARCOS FABIAN HOLZMANN, LEANDRO ALBERTO RUBIO E RBDU.....	29
3.10	GUILHERME TEDESCHI.....	31
3.11	REIT SECURITIZADORA E BRUNO RIO.....	32
3.12	CM CAPITAL MARKETS DTVM LTDA. E FÁBIO FEOLA .....	34
4	DEMAIS FORMALIDADES .....	35
5	PRODUÇÃO DE PROVAS .....	35

### RELATÓRIO

#### 1 INTRODUÇÃO

1. A acusação central é de **operação fraudulenta** em mercado de valores mobiliários, realizada em duas emissões: uma de (i) debêntures emitidas pela Maluí Empreendimentos para viabilizar a construção do Hard Rock Hotel & Resort Ilha do Sol (“Debentures Maluí” e “Hard Rock Hotel”, respectivamente); e outra de (ii) CRI, lastreado em direitos creditórios, cedidos pela Maluí, que se referem à venda de unidades do mesmo hotel (“CRI Reit”).

2. O processo foi instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE em face de (i) **Reit Securitizadora** de Recebíveis Imobiliários S.A. e seus diretores: **Bruno** Patrício Braga do **Rio** e **Márcia Maria Carneiro**; (ii) **Vórtx DTVM Ltda.**; (iii) **Socopa** Sociedade Corretora Paulista S.A. e seu diretor **Daniel** Doll **Lemos**; (iv) **RBDU** – Brasília **Empreendimentos** Imobiliários SPE Ltda. e seu responsável **Marcos** Fabian **Holzmann**; (v) **Maluí** Ilha do Sol **Empreendimentos** Imobiliários SPE S.A. e seus responsáveis: **Guilherme Tedeschi**, **Leandro** Alberto **Rúbio** e Marcos Holzmann; (vi) **CM** Capital Markets **DTVM** Ltda. e seu diretor **Fábio Feola**; (vii) **UM Invest** Management Ltda. e seus diretores: **Alex** Kalinski **Bayer**, **Leonardo** de Carvalho **Iespa** e **Gyorgy** Ferenc **Pavetits** Junior e (viii) **Fornax Consultoria** Empresarial S.A. e seu responsável **Fábio** Antônio Garcez **Barbosa**; conforme tabela a seguir:



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

**Tabela 1: Síntese das acusações**

Acusado	Função e acusação	Emissão
Reit Securitizadora, Bruno Rio e Márcia Carneiro	Emissora <ul style="list-style-type: none"><li>• Operação fraudulenta ICVM 08</li><li>• art. 10 da ICVM 476 (deixar de fornecer informações “verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes” para os investidores)</li></ul>	CRI da Reit
Vórtx	Agente fiduciário <ul style="list-style-type: none"><li>• Operação fraudulenta ICVM 08</li><li>• Incisos II, V, X e XX do art. 11 da ICVM 583 (falha na verificação regularidade da constituição e veracidade das informações prestadas sobre garantias da oferta)</li></ul>	CRI da Reit e Debêntures Maluí
Socopa / Daniel Lemos	Intermediária líder <ul style="list-style-type: none"><li>• Operação fraudulenta ICVM 08</li><li>• §2º do Art. 7º-A da ICVM 476 c/c Inciso I do art. 11 da ICVM 476 (falta de diligência e não manutenção de lista de investidores procurados)</li></ul>	CRI da Reit
RBDU Empreendimentos e Marcos Holzmann	Devedora dos créditos imobiliários que deram lastro à emissão do CRI <ul style="list-style-type: none"><li>• Operação fraudulenta ICVM 08</li></ul>	CRI da Reit
Maluí Empreendimentos e Guilherme Tedeschi, Leandro Rúbio e Marcos Holzmann	Credora dos créditos imobiliários que deram lastro à emissão do CRI e emissora das debêntures Maluí <ul style="list-style-type: none"><li>• Operação fraudulenta ICVM 08</li><li>• art. 10 da ICVM 476 (deixar de fornecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores)</li></ul>	CRI da Reit e Debêntures Maluí
CM DTVM e Fábio Feola	Intermediário líder <ul style="list-style-type: none"><li>• Operação fraudulenta ICVM 08</li><li>• §2º do Art. 7º-A da ICVM 476 c/c Inciso I do art. 11 da ICVM 476 (falta de diligência e não manutenção de lista de investidores procurados)</li></ul>	Debêntures Maluí
UM Invest, Alex Bayer, Leonardo Iespa e Gyorgy Pavetits	Gestora de fundos adquirentes dos CRI e debêntures da Maluí <ul style="list-style-type: none"><li>• Operação fraudulenta ICVM 08</li><li>• Inciso I do art. 92 da ICVM 555 (falta no dever de diligência/lealdade)</li></ul>	CRI da Reit e Debêntures Maluí
Fornax e Fábio Barbosa	Gestora de fundos adquirentes de CRI da Reit <ul style="list-style-type: none"><li>• Operação fraudulenta ICVM 08</li><li>• Inciso I do art. 92 da ICVM 555 (falta no dever de diligência/lealdade)</li></ul>	CRI da Reit



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### 2 ACUSACÃO

#### 2.1 OFERTA DOS CRI

3. Divide-se o relato dos fatos entre as duas emissões sob exame: CRI e debêntures.
4. Os CRI foram emitidos pela Reit Empreendimentos, com lastro em créditos imobiliários advindos da promessa de venda de 24/01/2017 (doc. 0735395) pela Maluí Empreendimentos, de 420 frações ideais de unidades imobiliárias autônomas do Hard Rock Hotel para a RBDU Empreendimentos, no preço total de R\$30.750.000,00.
5. A Maluí emitiu Cédula de Crédito Imobiliário (“CCI Maluí”) para representar os créditos imobiliários, que foram custodiados pela Vórtx DTVM, agente fiduciário da oferta.
7. Os fundos que subscreveram o CRI tinham por gestores TMJ e FMD (doc. 0810881).
8. A seguir resumo os argumentos com que a Acusação afirma que a emissão do CRI é fraudulenta.

#### 2.1.1 Falta de razão econômica legítima nos créditos imobiliários lastro do CRI

9. A Acusação sustenta que a compra e venda de frações ideais entre Maluí e RBDU não teria “substrato econômico”. Por duas razões: (i) as empresas tinham acionista em comum, a Teixeira e Holzmann Ltda., sendo Marcos Holzmann responsável por ambas nos contratos de compra e venda e cessão de CCIs que deram base à emissão do CRI (docs. 0810969 e 0810936); e (ii) a venda de unidades ideais não serviria a qualquer utilidade para os envolvidos. A Teixeira e Holzmann, à época da emissão, possuía 95% do capital social da RBDU e 50% do capital social da Maluí. Entretanto, a Acusação considera que a Teixeira e Holzmann era controladora tanto da Maluí quanto da RBDU à época, pois:

*[D]e acordo com o relatado no título “V. A EMPRESA CONTROLADORA E O EMISSOR” do Relatório Definitivo e Rating, o sócio Ilha do Sol Resort Ltda. não tinha interesse em permanecer na sociedade, existindo acordo firmado pelo qual a Teixeira & Holzmann Ltda. (“Teixeira & Holzmann”) adquiriria sua participação acionária, passando a deter o controle integral da Maluí.*

*Conforme relatado na resposta ao Ofício nº 307/2018/CVM/SRE/GER-3 quando questionada acerca dos sócios da empresa em maio de 2018 (época de emissão das debêntures da Maluí, posterior à emissão do CRI), a Maluí e o Sr. Marcos Fabian Holzmann, informam que os seus sócios eram apenas a Teixeira & Holzmann e o Sr. Djalma Teixeira, o que confirma a informação do Relatório Definitivo e Rating da emissão de que o sócio Ilha do Sol Resort Ltda. não tinha interesse em permanecer na sociedade (Termo de Acusação, §§32-33 doc. 0802773)*

10. A Acusação conclui que a promessa de compra e venda que originou a CCI, lastro dos CRI, teria sido “operação simulada” entre partes controladas pela mesma pessoa jurídica. A intenção seria a de viabilizar a capitalização fazendo uso dos benefícios atribuídos a este tipo de captação, sem se orientar aos “objetivos do Sistema de Financiamento Imobiliário” da Lei nº 9.514/97 (o desenvolvimento do mercado imobiliário) – v. Termo de Acusação, §37.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### 2.1.2 Destinação de recursos captados a participantes em “conflito de interesses”

11. Conforme o relatório de rating (doc. 0818052) da oferta de CRI os recursos captados deveriam ser utilizados da seguinte forma: R\$ 10.159 mil para término das obras; R\$ 7.220 mil para mobiliário e decoração; R\$ 7.252 mil para liquidação de dívidas bancárias; e R\$ 4.400 mil “destinados ao pagamento de contrato de mútuo, montante que será utilizado pelo acionista controlador para aquisição de participação do outro sócio no empreendimento”.

A SFI solicitou informações sobre a conta bancária informada no termo de securitização como conta do regime fiduciário, para comparar as saídas efetivas com a destinação prevista. Destacaram as seguintes saídas (Termo de Acusação, §41, ref. ao doc. 0862482):

**Tabela 2: Destinação dos recursos**

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

11. A Acusação ressalta que a Ilha do Sol Resort Ltda. compunha o quadro social da Maluí com a Teixeira & Holzmann. Esta, por sua vez, era devedora dos créditos lastro do CRI por meio da RBDU e recebeu recursos advindos da emissão como sócio da Maluí.

12. Exigidos esclarecimentos sobre as saídas (Ofícios nº 213 e 257 da SRE-GER-3 em 2019 - docs. 0824033 e 0811146), a Reit, titular da conta, explicou (doc. 0818048):

i) Os pagamentos à Ilha do Sol Resort Ltda. tinham por fim a aquisição pela Teixeira & Holzmann das ações da Maluí tituladas pela Ilha do Sol Resort Ltda.

ii) Os pagamentos à Teixeira & Holzmann tinham por fim abater parte do preço de cessão (das CCI) devido à Maluí.

iii) “[O]s pagamentos realizados no âmbito da Emissão foram feitos com recursos do Preço de Cessão, ou seja, recursos cuja titularidade pertencia à cedente dos créditos imobiliários, ainda que temporariamente em posse da REIT. Não eram recursos integrantes ao patrimônio separado. Tratava-se de créditos imobiliários por origem e não por destinação, de modo que o pagamento do preço da cessão, com os recursos recebidos da integralização dos CRI, não estavam vinculados ao financiamento de determinado empreendimento imobiliário.”

iv) Todos os pagamentos foram aprovados pelo “Representante dos Investidores”, figura criada para orientar o agente fiduciário e a emissora em nome dos investidores.

v) Os pagamentos à Teixeira & Holzmann foram feitos com anuência da Maluí.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

13. Quanto à **TMJ Consultoria** Estratégica e Participações Ltda., a Acusação salienta que dois de seus sócios também eram sócios da **TMJ Gestão** de Recursos, gestora de quatro dos fundos que subscreveram os CRIs.

14. A SRE solicitou à Reit (Ofício nº 190 de 2019 da SER - GER-3, doc. 0801409) comprovação de prestação de serviços da TMJ Consultoria que justificassem o pagamento. Em resposta, a Reit enviou notas fiscais dos pagamentos com a descrição “Serviço de apresentação de oportunidade no projeto CRI para a Maluí” (doc. 0811237). A interpretação da Acusação é de que a Reit não conseguiu comprovar efetiva prestação de serviços.

15. A acusação ainda menciona que o Representante dos Investidores – figura indicada pelos investidores da oferta, por meio dos boletins de subscrição, para orientar agente fiduciário e emissor, entre outras coisas, sobre como pagar o preço de cessão – era B.L.P.S., sócio da TMJ Consultoria, concluindo:

*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, é um sócio da TMJ Consultoria; v) a TMJ Consultoria recebe o reembolso dos valores que havia pago 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.*

### 2.1.3 Insuficiência das garantias prestadas

16. Para o Termo de Acusação (§53), as principais garantias dos CRI foram:

- 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.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

17. Na opinião da SRE, essas garantias seriam “insuficientes”, pois: as garantias “a”, “b” e “c” dependiam do sucesso do empreendimento, não fornecendo salvaguardas no caso de inadimplemento; a garantia “d” equivale aos créditos lastro dos CRI, não trazendo 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 garantia “f” se refere a imóveis já gravados; a garantia “g” se trata da constituição de fiador; e a garantia “h” possuiria “valor muito baixo” frente ao que foi captado.

18. Conclui dizendo “*que os investidores que adquiriram os CRI dificilmente teriam seu capital investido garantido no caso do inadimplemento*” (Termo de Acusação, §55).

### 2.1.4 Omissão do agente fiduciário e intermediário líder

19. A Acusação sustenta que a Vórtx DTVM, enquanto agente fiduciário da emissão, teria deixado de realizar as diligências exigidas pela Instrução CVM 583, especialmente no que diz respeito à avaliação das garantias e prestação de informações efetiva a respeito delas:

*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;*

20. Para compreender a atuação da Vórtx, foi realizada inspeção *in loco*, cujos resultados compõem o **Relatório** de Inspeção **nº 3/2018** da SFI/GFE-1 (doc. 0753649). Segundo esse documento, o entendimento de A. A. M., fundador da Vórtex, era de que “*diferentemente do que ocorre em emissões de debêntures, em emissões de CRI seria a emissora a parte responsável pelo registro e formalização das garantias (...) pela avaliação das garantias (...) [pelo] acompanhamento de obras e outras diligências*” (p. 14 do Relatório nº 3/2018).

21. A Acusação ainda cita relatório da Vórtx sobre o empreendimento (doc. 0816604), em que há *disclaimer* (em sua p. 8) de que as análises foram realizadas apenas com base em documentos prestados pela emissora, sem diligências adicionais ou investigação independente. Dessa forma, a Vórtx não teria verificado a veracidade das informações relativas às garantias, nem a regularidade da constituição das garantias ou o valor dos bens dados em garantia, não verificando, tampouco, a manutenção de sua suficiência e exequibilidade, em infração aos incisos V e X do artigo 11 da ICVM 58.

22. A Acusação também entende que a Vórtx contribuiu para realização de operação fraudulenta (IN 08/79), por não ter identificado, no momento de aceitar a função de agente fiduciário, bem como por não ter destacado em seu relatório anual de 2017 (0816604), o fato de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

que a emissão do CRI teve como lastro CCIs de emissão da Maluí com base em créditos imobiliários originados a partir de uma operação desprovida de sentido econômico.

23. A mesma acusação foi formulada em relação à Socopa, intermediário líder da oferta: omissão que favoreceu operação fraudulenta, por não informar aos investidores que a emissão do CRI foi concebida com base em créditos imobiliários oriundos de um Contrato de Compra e Venda entre duas empresas representadas pelos mesmos sócios (RBDU, como devedora e Maluí, como credora). Além disso, segundo a acusação, a Socopa, em descumprimento ao art. 11, I, da ICVM 476, não tomou as diligências típicas desse mercado para avaliar as condições da oferta, tendo apenas analisado documentação fornecida pelo emissor e solicitado opinião de assessor legal.

24. A contratação de assessor legal, por sua vez, teria se mostrado “insuficiente” pois não teria envolvido análise da substância econômica das dívidas lastro do CRI nem destacado o que a Acusação classifica como “insuficiência evidente das garantias prestadas”.

25. Por fim, a Socopa também teria descumprido o §2º do art. 7º-A da ICVM 476, pois não apresentou lista com as informações referentes à prospecção de investidores. Para a acusação, este fato “*indica direcionamento da oferta para os fundos de investimento que acabaram por adquirir os CRI originados em uma operação fraudulenta*” (Termo de Acusação, §88).

### **2.1.5 Atuação das gestoras dos fundos na aquisição e repactuação dos CRI**

26. Em resposta ao Ofício nº 44/2019/CVM/SRE/GER-3 (doc. 0703109), a Reit informou (docs. 0711062 e 0711064) que houve repactuação do fluxo de pagamento dos CRI. De início a previsão era de primeiro pagamento para o dia 27/02/2019 e vencimento final em 27/01/2022. A repactuação foi para que o fluxo iniciasse apenas em fevereiro de 2020.

27. Para a acusação (§92), a repactuação “*só ratifica o entendimento de que a operação de compra e venda efetuada pela RBDU e Maluí foi simulada para captar recursos com a emissão do CRI, sem demonstrar comprometimento com a remuneração dos investidores*”.

28. A repactuação foi considerada pela primeira vez em assembleia geral dos titulares dos CRI em 25.02.19, quando foi aprovada a retirada, junto à B3, de evento de amortização e de juros programados para 27.02.19. A decisão a respeito da prorrogação do prazo de carência de juros e amortização, por 12 meses, em favor da cedente, foi adiada e retomada em 12.03.19, data em que também foi aprovada.

29. A SRE considerou que, ao conceder prazo de carência adicional à cedente, as gestoras responsáveis pelos fundos adquirentes (FMD e TMJ) teriam agido de forma contrária ao interesse dos cotistas. Por este motivo iniciou novos esforços de apuração junto a elas.

30. Por meio dos Ofícios nº 214, 215 e 241 de 2019 da SER-GER-3 (0812000, 0812002 e 0817526), a SRE solicitou às gestoras as razões que, de início, haviam fundamentado o investimento, bem como documentos comprobatórios de processos de diligência na avaliação do ativo. Após as respostas (0826876 e 0835297) a Acusação conclui (§103):





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*Tanto na resposta encaminhada pela Fornax [antiga FMD] quanto na enviada pela Um Invest [antiga TMJ] (e por seu responsável) dois pontos chamam a atenção: o primeiro relaciona-se à escolha das Gestoras por basear sua decisão de investimentos em documentos que em sua grande maioria são produzidos pelos próprios envolvidos na oferta, ou por sua encomenda, o que levanta questões a respeito da imparcialidade das informações; o segundo trata-se do fato de que ambas não identificaram importantes riscos envolvidos na operação: seja o risco relacionado ao fato de as garantias possuírem problemas, tais como não exercerem um papel independente frente a potenciais fracos resultados financeiros futuros e conseqüentemente não pagamento do CRI, seja o risco relacionado ao fato de que a emissão do CRI da Reit foi concebida com base em créditos imobiliários originados de transação desprovida de sentido econômico, lastreados em um Contrato de Compra e Venda entre duas empresas representadas pelos mesmos sócios, com a finalidade de simular a existência desses créditos imobiliários para, em seguida, captar recursos. (destaque no original)*

31. Daí, a Acusação conclui que a TMJ e a FMD teriam descumprido o art. 92, I, da ICVM 555, por não terem exercido suas atividades buscando o melhor interesse dos fundos geridos empregando o cuidado e a diligência necessários, como determina a norma. Além disso teriam participado da operação fraudulenta ao “participar de uma operação essencialmente artificial e esvaziada de sentido econômico” (§106 do Termo de Acusação).

32. Quanto à repactuação, a SRE verificou que ela fora aprovada em função dos votos da TMJ, tendo a FMD considerado a aprovação contrária a seus fundos. A SRE questionou novamente a TMJ, pelos Ofícios nº 240 e 327 da SRE-GER-3 (0817525 e 0868345), quais benefícios a TMJ visualizava para os cotistas.

33. Em resposta, a TMJ e seus representantes afirmaram, em síntese (0827551 e 0873859):

- i) Para aprovar a repactuação foram impostas ressalvas que protegiam os cotistas.
- ii) Além da repactuação dos CRI houve a liquidação integral das debêntures, favorecendo a adimplência de um ativo sem garantias suficientes.
- iii) A Maluí foi adquirida pela Venture Capital, que captou novos recursos. Tais mudanças permitiriam concluir a operação, pois as obras estavam paralisadas à época.
- iv) A aprovação da repactuação foi fundada em Relatório Extraordinário de Crédito Privado, elaborado por área de crédito da gestora.

34. A acusação afirma que no Relatório Extraordinário de Crédito Privado (0827553) haveria diversas razões para que a gestora decidisse não permanecer com os ativos, o que contrariaria a decisão de concessão de prazo de carência ampliado, em especial os seguintes trechos (retirados da pág. 6 do referido relatório):

*Mediante essa mudança, as vendas e as obras (que já estavam em processo lento) foram paralisadas, aguardando as diretrizes por parte da nova controladora. Vale lembrar que a paralisação das obras, [sic] pode acarretar medidas judiciais por parte dos adquirentes das cotas, inclusive provocando bloqueio judicial de valores da conta da Maluí a título de reparação de danos e devolução de valores pagos. Além disso, em função da paralisação, alguns adquirentes das cotas deixaram de pagar suas prestações, agravando ainda vez mais o problema de caixa da empresa.*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

35. As mudanças referidas são as alterações societárias em função da compra da Maluí pela Venture Capital. A Acusação também destaca:

*De acordo com o Fluxo de Caixa, já no primeiro mês de vendas (mar/19), a empresa ficará com saldo negativo e sua maior exposição será em jul/20, quando registrará aproximadamente R\$ 8 milhões de saldo negativo. A operação apenas ficará "positiva" em jan/21 (...)  
Com a transferência do controle acionário da Maluí para a VCI (Venture), toda a parte contábil também foi transferida e os novos responsáveis ainda estão em fase de análise das informações. Até o fechamento desse relatório, as informações de 2018 ainda não estavam prontas. (...)*

36. De outro lado, o relatório conclui que as alterações societárias na Maluí teriam dado novo folego ao empreendimento, e ainda que a liquidação antecipada das debêntures, junto a outros sinais, demonstraria interesse na continuidade do projeto. Sendo assim, a recomendação final foi de concessão do prazo extra.

37. Na análise da Acusação, porém, a TMJ manteve-se no investimento e aprovou a repactuação dos pagamentos apesar de “evidentes indícios negativos” em relação ao empreendimento, descumprindo o art. 92, I, da ICVM 555, por não terem exercido suas atividades buscando as melhores condições para o fundo. Além disso, para a SRE, ao atuarem contra a declaração de vencimento antecipado, a TMJ e seu responsável à época, Gyorgy Pavetits, colaboraram para a continuidade da operação fraudulenta.

### **2.1.6 Conclusão sobre o CRI**

38. A Acusação conclui (§130 do Termo):

*[A] operação fraudulenta foi construída a partir da atuação de cada um dos agentes participantes da oferta. De maneira mais ativa ou apenas por deixar de realizar diligências exigidas pelas normas, a Reit como Emissora, a Vórtx como Agente Fiduciária, a Socopa como Intermediário Líder, a Maluí como Cedente dos créditos imobiliários, a RBDU como Devedora dos créditos imobiliários e a TMJ e FMD como Gestoras, atuaram para que a emissão dos CRI da Reit fosse viável. Emissão esta baseada em uma operação essencialmente artificial e esvaziada de sentido econômico, que se utilizou de um contrato de compra e venda entre empresas sob um mesmo controlador, apenas para a criação de um crédito imobiliário (...).*

## **2.2 OFERTA DAS DEBÊNTURES**

39. As debêntures foram emitidas pela Maluí, com a Vórtx DTVM atuando como agente fiduciário da oferta e a CM DTVM como intermediário líder.

40. As debêntures foram adquiridas em sua totalidade por um único investidor, o MZL IMA-B Fundo de Investimento Renda Fixa, que à época tinha sete cotistas, dos quais cinco representavam Regimes Próprios de Previdência Social (Termo de Acusação, §133). Nesse sentido, a Acusação destaca captações prévias junto a entidades de RPPS pela Maluí, de R\$ 31,7 milhões na emissão do CRI REIT e de R\$ 6,8 milhões via mútuo com a Venture Capital, por sua vez também oriundos de RPPS via debêntures emitidas pela Venture.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### 2.2.1 Entendimento da Acusação sobre pagamento indevido a sócios da TMJ, gestora do fundo debenturista, e omissão do agente fiduciário

41. Quanto à destinação dos recursos captados com a emissão das debêntures, a escritura de emissão previa (0562679):

*Os recursos provenientes da integralização das debêntures deverão ser liberados para o pagamento das Despesas somente após o registro das Garantias devidamente comprovado pela Emissora ao Agente Fiduciário [...]. Fica ressalvado o montante de até R\$ 8.000.000,00 (oito milhões de reais), que poderá ser liberado para a Conta de Livre Movimentação, independente do registro das Garantias, para pagamento das Despesas de Emissão, sendo que, do saldo residual desse montante, após o pagamento das Despesas de Emissão e das Despesas de Obras, sendo esta última limitada até R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), (i) 75% (setenta e cinco por cento) deverá ser destinado para pagamento do montante aportado, a título de mútuo, pela Venture Capital Participações e Investimentos S.A. no Empreendimento Maluí e (ii) 25% (vinte e cinco por cento) para o caixa da Emissora.*

42. De acordo com documentação apresentada pelo agente fiduciário, Vórtx DTVM, os recursos integralizados, somando R\$ 5.800.815,66, foram assim distribuídos (0760440):

**Tabela 3: Distribuição dos recursos da emissão de debêntures**

Referência	Valor	Destino
25% do valor integralizado das debêntures, após pagamento de despesas de emissão e despesas de obra, para o caixa da emissora	R\$1.083.675,26	Maluí
Despesas com obras	R\$330.590,46	Maluí
Despesas com emissão	R\$631.230,82	Maluí
75% do valor integralizado das debêntures, após o pagamento de despesas de emissão e despesas de obra, para pagamento do montante aportado a título de mútuo para Venture Capital Participações e Investimentos S.A.	R\$3.251.025,79	Venture Capital

43. A SRE solicitou à Maluí, por meio do Ofício nº 307/2018/CVM/SRE/GER-3 (0582183), detalhamento da destinação dos recursos da oferta para: (i) "Despesas da Emissão", (ii) "Despesas com Terceiros", (iii) "Despesas de Obras" e (iv) "Despesas de Lançamento" da cláusula "3.7. Destinação dos Recursos" da Escritura de Debêntures.

**Tabela 4: Detalhamento discriminado pela Maluí (0586076, p.2):**

Despesas	Valor
Despesas de emissão	R\$ 719.196,55
Despesas com terceiros	R\$ 1.438.554,53
Despesas de obras	R\$ 330.590,46
Despesas de lançamento	R\$ 0,00
Total	R\$ 2.488.341,54



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

44. A Acusação considerou duas despesas suspeitas: (i) destinação de R\$ 1.438.554,53 para “despesas com terceiros”, visto que tal valor não havia sido informado anteriormente pela Vórtx e teria sido feito sem o devido registro das garantias, desrespeitando a escritura de emissão das debentures (vide §43-44 acima); (ii) destinação de R\$ 437.352,43 a fornecedor chamado Bonauguri Consultoria Empresarial e Participações Ltda., que, apesar de ter sido qualificada como “despesa de emissão”, entraria na definição de “despesa com terceiro” da própria escritura de emissão, desrespeitando os limites estabelecidos nela (§43-44).

45. Para a Acusação haveria “conflito de interesses” entre a Bonauguri e a TMJ, pois:

- i) a TMJ era a gestora do fundo que subscreveu as debentures da Maluí.
- ii) Alex Bayer e Leonardo Iespa eram sócios da TMJ e da Bonauguri.
- iii) A Bonauguri recebeu R\$ 437.352,43 da Maluí em 29.06.18, e em 03.07.18 transferiu R\$ 340.000,00 para Alex Bayer e Leonardo Iespa (0614643).
- iv) Conforme relato da Maluí (0734698), foi a Bonauguri quem procurou a Maluí, e não o contrário, para intermediar contato com a Venture Capital, que por sua vez intermediaria a utilização da bandeira Hard Rock Hotel no empreendimento.

46. Com base nesses elementos, a Acusação conclui (§160 do respectivo Termo):

*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.*

47. Nos ofícios nº 243 e 245 de 2019 da SRE/GER-3 (0817834 e 0818026), Alex Bayer, Leonardo Iespa e TMJ foram questionados sobre o motivo para a TMJ ter optado pelo investimento em oferta na qual a Bonauguri havia prestado serviços. Na resposta, alega-se que o questionamento teria advindo de “ilegal quebra de sigilo bancário” (0828697), não adentrando o mérito da pergunta. A TMJ, já sob denominação Um Invest, afirmou que não foi capaz de identificar em seu acervo registros das razões da decisão de seus ex-diretores.

48. A acusação ainda imputa à Vórtx DTVM responsabilidade por omissão pela operação fraudulenta, uma vez que não questionou a classificação do pagamento à Bonauguri enquanto “despesa de emissão”, em contrariedade à escritura de emissão, descumprindo, também, seus deveres de agente fiduciário da oferta (Incisos II e XX do art. 11 da ICVM 583).

### **2.2.2 Entendimento da Acusação sobre garantias insuficientes e não constituídas**

49. Para a oferta de debêntures, a escritura de emissão previa três garantias: (i) alienação fiduciária de 22 unidades do empreendimento imobiliário; (ii) cessão fiduciária dos direitos



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

creditórios do empreendimento; **(iii)** hipoteca de frações ideais das unidades imobiliárias (0563864, 0563866, 0563867 e 0563868).

50. As duas primeiras já haviam sido dadas em garantia na emissão do CRI da Reit, o que afeta sua possibilidade de execução.

51. Dentre as três garantias, apenas as hipotecas chegaram a ser constituídas, e não na integralidade do prometido. Conforme resposta da Maluí (0713244) a ofício enviado em março de 2019 (0703081): (i) a entrega do empreendimento atrasaria 16 meses em relação à previsão do Relatório de Rating encomendado pela Maluí (0711851); e (ii) durante 2018 apenas 15 cotas do empreendimento foram vendidas, sendo apenas três dessas vendas posteriores à emissão das debentures, contrariando a previsão do Relatório de Rating de venda média mensal de 252 cotas – meta que não havia sido atingida nem no melhor ano de vendas, 2011, já bastante atípico, em que 552 cotas foram vendidas em total.

52. Assim, na tese da acusação, uma vez que as garantias das debêntures estavam vinculadas ao desempenho do empreendimento hoteleiro, o volume de vendas muito abaixo do esperado e os atrasos impediam que funcionassem como segurança adicional aos debenturistas.

### 2.2.3 Atuação do intermediário Líder

53. Por meio do Ofício nº 135/2018/CVM/SFI/GFE-2 (0760579) a SFI solicitou que a CM DTVM, intermediário líder, listasse os procedimentos adotados para garantir a veracidade e suficiência das informações prestadas pelo ofertante. Em resposta, a empresa enviou documentos para evidenciar as diligências promovidas: **(i)** relatório de análise de riscos reputacionais relacionados à Maluí e seus socios, elaborado pela própria CM Capital (0760462); **(ii)** parecer e auditoria legal elaborados por escritório de advocacia (0760465 e 0760466); **(iii)** relatórios de rating (preliminar e definitivo) elaborados pela LFRating (0760465 e 0760466); **(iv)** documentos societários da emissora (0760469); **(v)** matrícula do imóvel do empreendimento (0760474); **(vi)** demonstrações financeiras da Maluí e Teixeira & Holzmann (0760476); e **(vii)** declarações de imposto de renda dos fiadores das debêntures.

54. Na avaliação da Acusação, apenas a análise reputacional serve de indício de diligências realizadas por parte do intermediário líder, por ser o único documento não intrínseco à oferta ou contratados pela própria emissora, como demonstrações financeiras, matrícula do imóvel, relatório de análise, pareceres de escritório de advocacia e relatórios de rating. A pesquisa reputacional é relatório de sistema de buscas por processos judiciais em nome da emissora.

55. A Acusação exemplifica diligências independentes que a CM DTVM deveria, ou ao menos poderia, ter promovido (§210 do Termo):

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*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.*

56. A ausência dessas medidas indicaria precariedade no cumprimento dos deveres como intermediário líder, nos termos da Instrução CVM 476/09:

*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;*

57. Além disso, inspetores da SMI, em inspeção presencial, solicitaram à CM DTVM evidências da procura por investidores para a oferta (v. Relatório de Inspeção SFI 9/2018 - 0657628). O intermediário apresentou informações do único investidor procurado (0760478), o Fundo MZL, gerido pela TMJ, alegando que o teria contatado em 23.05.18. Entretanto, não apresentou registros das interações com a TMJ, alegando que todas se deram informalmente e que não haveria obrigação de realizar os contatos de outra forma, sendo que a própria existência do investimento comprovaria, “*ainda que indiretamente*”, as tratativas (0760454).

58. A partir daí a Acusação conclui (§§214-217):

*(...) a CM Capital declarou não possuir evidências documentais do contato realizado com o potencial investidor. Essa informação, analisada em conjunto com a afirmação da Emissora Maluí de que “a oferta ocorreu por meio de um convite, proposto pela BONAUGURI, para fins de realização de reunião com intuito de oferecer uma oportunidade de negócio”, permite inferir que, como o negócio foi apresentado pelos sócios da TMJ, a oferta de debêntures já nasceria com destino a fundo gerido pela TMJ.*

*A conclusão acima é corroborada por e-mail enviado em 09/05/18 pela TMJ à RJI, administradora do MZL, informando a pretensão de comprar as debêntures da Maluí para o fundo MZL, ou seja, anteriormente à data em que a CM Capital informou ter realizado contato com o único investidor procurado (0760487).*

*Dessa forma, a CM Capital, pelo fato de não ter comprovado o contato realizado com potenciais investidores para a oferta, infringe o §2º do artigo 7º-A da ICVM 476.*

*(...) é possível concluir que a CM Capital apenas “emprestou seu nome” como intermediária líder da oferta com a finalidade de assegurar o cumprimento de uma exigência normativa estabelecida pela ICVM 476, recebendo em contrapartida seus honorários, restando quase que integralmente prejudicada a comprovação da sua prestação de serviço como intermediário líder.*

### 2.2.4 Atuação da TMJ

59. Quanto à atuação da gestora do Fundo MZL, a SRE – em face do dever do gestor de implementar política que permita mensuração e monitoramento de riscos de carteira (art. 23 da ICVM 558), bem como de seu dever geral de diligência (Art. 92, I, da ICVM 555) – solicitou (0564181) à TMJ os seguintes documentos relativos à aquisição das debêntures Maluí: **(i)** política de gestão de risco vigente à época; **(ii)** documentos que subsidiaram a decisão de investimento; e **(iii)** evidências das diligências adotadas para avaliação do investimento.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

60. A partir das respostas apresentadas pela TMJ (0832682 e 0832683), a Acusação afirma que a gestora: **(i)** não levou em conta o crescente endividamento da Maluí e da Teixeira & Holzmann; **(ii)** adotou perspectivas excessivamente otimistas em relação ao volume de vendas de unidades do empreendimento, ignorando os atrasos e baixo volume de vendas em anos anteriores (vide §§55-56 acima); e **(iii)** entre os documentos apresentados “*não foi encontrada qualquer informação da companhia Bonauguri, (...) para qual foi destinado um montante de R\$ 437.352,43 (...), que posteriormente, (...), repassou R\$ 340.000,00 para dois sócios do gestor (R\$ 170.000,00 para cada)*” (Termo de Acusação §§229 e ss.).

61. Destes pontos conclui (Termo de Acusação §238):

*(...) a TMJ Capital Gestão de Recursos Ltda., (...) e seus sócios, Alex Kalinski Bayer (...) e Leonardo de Carvalho Iespa (...), além de descumprirem o Inciso I do art. 92 da ICVM 555, também infringiram o disposto no ICVM nº 08/79, em seu item I c/c item II, letra “c”, por terem se beneficiado diretamente de operação fraudulenta, além de terem contribuído para manter os cotistas em erro.*

### **2.2.5 Liquidação das Debêntures**

62. Segundo informações prestadas por Vórtx (0718027) e Maluí (0760569), as debêntures foram liquidadas em 20.02.19, com recursos advindos de mútuo realizado pela Venture Capital.

63. A Acusação destaca que a própria Venture Capital se capitalizou por meio de emissão de debêntures considerada fraudulenta no PAS nº 19957.008816/2018-48 (j. 28.2.2023). Naquele processo consta que, conforme demonstrações financeiras da Venture Capital (0496220), o único ativo da companhia até 2016 era caixa no valor de R\$ 50,00. A acusação deste processo infere (§244) que os recursos para o mútuo, portanto, teriam de advir da mencionada oferta de debêntures, que, por sua vez, foi em boa medida integralizada por fundos geridos pela TMJ (o montante investido por tais fundos foi maior que R\$ 33 milhões).

64. Por tais razões conclui (§246 do Termo de Acusação):

*(...) o fato de a quitação das debêntures ter ocorrido com recursos advindos de uma empresa que já foi acusada de ter realizado operação fraudulenta com recursos oriundos de fundos com cotistas RPPS geridos pela própria TMJ, [sic] reforça o entendimento da caracterização da emissão da Maluí como operação fraudulenta, nos termos da ICVM 8, uma vez que ficou claro o desvio de recursos do fundo MZL IMA-B para os sócios da TMJ.*

## **3 DEFESAS**

### **3.1 LEONARDO IESPA E ALEX BAYER**

65. Os acusados apresentaram defesa tempestiva em 13.10.2020 (1125158).

66. Para contexto, repete-se que são acusados, em síntese, de **(i)** operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários (ICVM nº 08/79), por terem agido em conflito de interesses, já que ambos eram sócios da TMJ, gestora de fundos que subscreveram os CRIs Reit e debêntures Maluí e; **(ii)** por não terem agido no melhor dos interesses dos fundos ao adquirir referidos ativos, em infração aos deveres dispostos no inciso I, artigo 92, ICVM 555.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

67. A defesa alega em sede preliminar:

**(i) A quebra de sigilo bancário seria ilegal sem prévia autorização judicial, determinante para a imputação de participação na fraude:** A CVM teria feito solicitação direta ao banco Bradesco e Santander acerca de movimentações financeiras dos defendentes, para obter provas dos fatos que sustentam as imputações do Termo de Acusação quanto à destinação dos recursos obtidos. Sustenta a defesa que a obtenção de prova ilícita teria sido fundamental para imputar aos defendentes conduta mais grave, de operação fraudulenta, em comparação às acusações menos gravosas no PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, similar ao presente.

**(iii) Falta de organização dos autos, prejudicando o exercício do contraditório:** Os documentos citados no Termo de Acusação não corresponderiam aos documentos disponibilizados no processo digital, em desacordo ao art. 22, § 4º, da Lei nº 9.784/99, de forma a prejudicar o efetivo exercício do contraditório.

68. No mérito, a defesa sustenta:

**(i) Acusados atuaram de forma diligente:** Alex e Leonardo teriam atuado de forma ativa diante do potencial fracasso do empreendimento hoteleiro, momento em que fizeram a aproximação da Maluí à VCI e à marca Hard Rock, permitindo a reestruturação da operação. Esta linha de ação não constitui fraude, pelo contrário, foi o que salvou o empreendimento.

**(ii) Não houve prejuízo:** A Acusação presumiu motivação fraudulenta, sem levar em consideração que a linha de ação da gestora não estava orientada a causar prejuízo a ninguém, e, corroborando o argumento, não haveria qualquer comprovação de prejuízo.

**(iii) Representante dos Investidores não foi responsabilizado:** B.L.P.S., o Representante dos Investidores, não foi alvo de acusação neste processo, apesar de ser mencionado diversas vezes no Termo de Acusação e de sua atuação ter sido argumento para a alegação de fraude, estando em posição similar à dos defendentes: também era sócio da TMJ e estava em posição muito mais próxima do emissor dos CRI. Essa distinção feriria o princípio da impessoalidade.

**(iv) Ausência de demonstração de dolo:** A Acusação não teria demonstrado o dolo específico de fraudar, elemento caracterizador do tipo administrativo. A mera indicação de que a prestação de serviços que justificaria os valores recebidos pela TMJ não foi demonstrada (o que é negado pelos defendentes) não é, por si, prova da intenção de fraudar.

**(v) Aplicabilidade da *business judgment rule*:** As decisões de investimento, tomadas pelos fundos nas debêntures Maluí e nos CRI da Reit estariam salvaguardadas pela *business judgment rule*, em conformidade com os precedentes do Colegiado da CVM (a defesa cita os PAS CVM nº RJ2015/7190, j. 09.07.2019, Rel. Dir. Gustavo González, e 08/2014, j. 30.06.2020, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro).

69. Por fim, requereram a produção de prova documental suplementar e de prova testemunhal, consistente no depoimento do R.S.R., reiterado em 31.08.2023 (1942051).





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### 3.2 MÁRCIA MARIA CARNEIRO

70. Márcia Carneiro apresentou defesa tempestiva em 06.08.2020 (1124960).

71. Márcia é acusada como diretora de relacionamento com investidores da Reit no contexto das emissões de CRI por (i) prática de operação fraudulenta, em infração ao item I c/c item II, letra “c” da ICVM 08 e por (ii) por não ter oferecido informações “verdadeiras, corretas e suficientes” aos investidores da oferta, em infração ao art. 10 da ICVM 476.

72. A defesa se funda, em síntese, nos seguintes argumentos:

**(i) Conduta exigida pela Acusação foge ao escopo de atuação de RI:** A imputação feita à defendente pressuporia atuação além do escopo de sua função como diretora de RI. Cabia a ela repassar a terceiros informações geradas por outras áreas da Reit, não fazer verificação independente de toda informação de cada operação em que a companhia estava envolvida.

**(ii) A estruturação dos CRIs teria atendido exigências legais e regulatórias:** A oferta atendeu ao objetivo de promover o financiamento imobiliário, previsto na Lei 9.514/97. As transações-lastro foram feitas a valor de mercado e seguindo todos os requisitos legais. Não há qualquer vedação a que a transação lastro de CRI se dê entre partes relacionadas, de forma que esse elemento não pode servir de indício de fraude.

**(iii) Falta de individualização da conduta e de evidência de dolo da Defendente:** Não haveria indicação na peça acusatória de quais condutas da Defendente implicariam a caracterização das infrações alegadas. Ademais, a Acusação não teria feito prova de sua intenção de praticá-las.

### 3.3 SOCOPA E DANIEL LEMOS

73. Socopa e Daniel Lemos apresentaram defesa tempestiva em 31.08.2020 (1124997).

74. São acusados, em síntese, por (i) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao Item I c/c item II, letra “c” da ICVM 08 e (ii) não manutenção de lista de investidores procurados, em infração ao §2º do Art. 7º-A da ICVM 476 c/c Inciso I do art. 11 da ICVM 476. A Socopa, como intermediária líder, não teria apontado adequadamente os riscos da operação, especialmente por se tratar de uma operação com partes relacionadas e por ter, no entender da Acusação, garantias insuficientes.

75. Preliminarmente a defesa sustenta que a Acusação não poderia ter se apoiado em outros processos sancionadores não julgados, como fez, para construir imagem de culpa dos acusados. Também argumenta que não houve individualização da conduta de Daniel Lemos, já que os dispositivos supostamente infringidos na operação se destinam, exclusivamente, ao intermediário líder, não podendo ser estendidos ao diretor responsável da instituição financeira, que possui função de zelar pelos procedimentos internos e políticas da Socopa.

76. A defesa de mérito se funda nos seguintes pontos:



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

**(i) Inexistência de vedação a que transações entre partes relacionadas lastreiem CRI:** Um argumento chave utilizado pela acusação para concluir pela existência de fraude é o de que a operação em análise careceria de substância econômica pelo fato de a promessa de compra e venda, a partir da qual se estruturou os CRI, ter sido feita entre empresas detidas pelo mesmo controlador. Contudo, não existe proibição de operações entre partes relacionadas. Tratar esse elemento como indício de fraude, por si, seria presumir má-fé dos envolvidos. O CRI Reit foi constituído por crédito imobiliário em sua origem, de forma que não há que se falar em simulação. Operação envolvendo partes sob controle comum só será fraude se contar com: **(i)** ardil ou artifício; **(ii)** manutenção de terceiros em erro; **(iii)** obtenção de vantagem ilícita; e **(iv)** dolo. A Acusação não teria demonstrado a existência desses elementos caracterizadores.

**(ii) Existência do empreendimento imobiliário:** Não seria procedente a tese de falta de substância econômica quando o CRI Reit é vinculado a um empreendimento hoteleiro que de fato existe.

**(iii) Ausência de infração na fiscalização de destinação de recursos da oferta:** A responsabilização da Socopa, enquanto intermediário líder, se funda em boa medida na análise da Acusação a respeito da destinação dos recursos captados na oferta (vide §§8 e 9). Contudo, o intermediário líder não possuiria dever de fiscalizar a destinação dos valores captados; nem teria condições para fiscalizar, por não ter acesso aos documentos necessários para tal fim.

Além disso, a destinação de recursos conforme os documentos da oferta não deveria levantar suspeita, uma vez que a previsão era de que os valores seriam distribuídos de forma a contribuir com o desenvolvimento do empreendimento e, assim, como o mercado imobiliário nacional, nos termos da Lei nº 9.514/97. Mesmo que houvesse algum problema escondido na destinação dos valores, tratava-se de CRI estruturado em lastro imobiliário por origem, não destinação, e *“apenas em relação aos créditos por destinação, há necessidade de se utilizar recursos captados pelos CRI em um empreendimento imobiliário de forma direta”*

**(iv) Atuação diligente dos defendentes:** Socopa tomou diligências para assegurar a correção das informações prestadas pelo ofertante. A saber: contratação de pareceres legais sobre a operação e análise dos documentos da oferta. Este procedimento seria condizente com o previsto no art. 11 da ICVM 476 e com práticas usuais de mercado.

**(v) Disponibilização de informações sobre as garantias prestadas:** A oferta foi destinada a investidores profissionais que tiveram acesso a todos os documentos da operação, de modo a terem conhecimento suficiente para tomar uma decisão refletida e informada. Puderam ponderar os riscos e as garantias do negócio. Sendo assim, não há que se falar em insuficiência de garantias como indício de fraude.

**(vi) Aplicação da teoria de *reliance defense*:** Por fim, os defendentes sustentam que devem ser absolvidos com base na teoria do *reliance defense*, segundo a qual *“o participante da oferta, que não o emissor, se baseou nas informações apresentadas por especialistas para verificação de informações realizadas no âmbito da oferta, não pode ser responsabilizado por tal*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*conclusão se não possuía indícios de que referida informação não era correta e se acreditava na exatidão das conclusões de tal especialista”. A teoria foi recepcionada pelo Colegiado da CVM e deve ser aplicada desde que presentes os requisitos para a sua caracterização<sup>1</sup>: (i) a qualificação do assessor; (ii) a divulgação de informações; (iii) efetiva confiança; (iv) nexo de causalidade; (v) presença de *red flags* e; (vi) boa-fé. Conforme disposto pelos defendentes, referidos requisitos estariam presentes no PAS, visto que “a) Os assessores contratados são escritórios de renome nacional, com expertise na matéria; b) Os assessores possuíam acesso a todos os documentos da operação; c) A Socopa não delegou sua obrigação de avaliar os documentos da operação, mas sim utilizou as opiniões legais para corroborar com suas conclusões sobre a regularidade da operação; d) A decisão da Socopa em prosseguir com a oferta se mostrou coerente com o fato de as opiniões legais não terem apresentado óbices em relação à legalidade da operação; e) Não estavam presentes sinais de alerta nas opiniões legais; f) A Socopa atuou na estrita boa-fé na utilização das opiniões legais, não havendo nenhum fundamento para afastar a presunção de boa-fé”.*

### **3.4 UM INVEST ASSET MANAGEMENT LTDA. E ELLEVEN GESTORA DE RECURSOS LTDA.**

77. A UM Invest foi citada apresentou defesa tempestiva em 01.09.2020 (1125018).

78. A UM Invest, na condição de gestora de fundos adquirentes dos CRI e debêntures da Maluífoi acusada, em síntese, de (i) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, (ICVM nº 08/79) e (ii) por não ter agido de forma a buscar as melhores condições para os fundos em infração ao art. 92, I, da ICVM 555.

79. Segundo narra a Acusação, a UM Invest agiu contrariamente aos interesses dos cotistas ao (i) não identificarem as fragilidades relativas à operação, seja em razão das garantias, seja em relação à artificialidade dos créditos imobiliários e (ii) ter votado nas assembleias contra o vencimento antecipado e adiamento dos pagamentos relacionados à Emissão dos CRIs Reit.

80. A defendente argumenta, em síntese, com base nos seguintes pontos:

**i) alteração do quadro societário da UM Asset;** A UM Asset, antiga TMJ Capital, passou por reestruturação societária e administrativa, passando a contar com quadro de sócios e de diretoria totalmente distintos daqueles à época das supostas irregularidades. Não há que se falar na responsabilização da gestora, tendo em vista que os antigos sócios e diretores estatutários da UM Asset já estão arrolados como acusados neste processo.

**(ii) atuação diligente na operação:** A atuação diligente da UM Asset fica comprovada pelos seguintes pontos: (i) a gestora decidiu pela adequação das operações com CRI da Reit e debêntures Maluí com base em relatórios de agência de classificação de risco de crédito, que atribuiu à ambas as operações nota “A”; (ii) conseguiu o vencimento antecipado das debêntures

---

<sup>1</sup> Os defendentes se fundam no voto do Diretor Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº RJ2014/8013, j. em 28.08.2018, e no voto do Diretor Pablo Renteria no PAS CVM nº RJ2015/10276, j. em 11 de julho de 2017.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Maluí sem perda de rentabilidade para os investidores; e **(iii)** considerou o fato de que a própria CVM concedeu registro de Companhia Aberta à Maluí, atestando a qualidade do emissor.

**(iii) Justificativas para o voto contrário ao vencimento antecipado dos CRI.** O voto proferido contrário ao vencimento antecipado dos CRIs da Reit levou em consideração que 82% das obras do Empreendimento Maluí já haviam sido concluídas e que o novo racional apresentado para o projeto daria fôlego para a operação. Considerando que as debêntures já haviam sido liquidadas, a gestora entendeu apropriado que o fundo continuasse detentor dos papéis.

### **3.5 VÓRTX DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.**

81. A acusada apresentou defesa tempestiva em 14.09.2020 (1125105).

82. Vórtx é acusada de, em síntese, **(i)** operação fraudulenta, em infração ao item I concomitantemente ao item II, letra “c”, da ICVM 08/79; **(ii)** falha na verificação de regularidade da constituição e veracidade das informações prestadas sobre as garantias da oferta, em infração ao disposto no art. 11, V e X, da ICVM 583, tendo em vista que, mesmo sendo agente fiduciário nas emissões de CRI da Reit e das debêntures da Maluí, não teria tomado precauções suficientes para atestar a qualidade das garantias ou impedir que fosse uma simulação entre partes relacionadas; e **(iii)** o pagamento indevido de despesas com terceiros, em infração ao disposto no art. 11, V e X, da ICVM 583.

83. Em relação à Emissão dos CRIs Reit, a Acusação entendeu que:

*(i) “a Vórtx não teria verificado, no momento de aceitar a função, a veracidade das informações relativas às garantias e à consistência das demais informações contidas na escritura de emissão, não diligenciando no sentido de que sejam sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tenha conhecimento, uma vez que (a) teria deixado de identificar, quando da aceitação da função, e incluir em seu relatório, qualquer alerta referente às supostas fragilidades das garantias; e (b) teria deixado de identificar, quando da aceitação da função, e incluir em seu relatório, que a emissão do CRI teve como lastro CCIs de emissão da Maluí com base em créditos imobiliários originados a partir de uma operação supostamente desprovida de sentido econômico; e*

*(ii) a Vórtx não teria acompanhado o avanço das obras com regularidade, o que seria necessário em razão de grande parte das garantias estabelecidas para a oferta estar diretamente relacionada com o sucesso e finalização do Empreendimento Maluí”.*

84. Já em relação às Debêntures Maluí, a Acusação entendeu que:

*(i) “teria havido o pagamento de despesas com terceiros sem o registro das garantias;*

*(ii) as garantias apresentadas não cumpriram sua função de segurança adicional por supostamente não exercerem um papel independente frente a potenciais fracos resultados financeiros futuros e conseqüentemente não pagamento das debêntures; e*

*(iii) as garantias não teriam sido devidamente registradas e parte delas estariam sob condição suspensiva por já terem sido dadas em garantia na operação de emissão do CRI REIT”.*

85. Preliminarmente, a Vórtx DTVM sustenta conexão com o PAS CVM nº 19957.008816/2018-48.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

86. Em seguida, a defesa de mérito da Vórtx foi feita em três seções distintas **(i)** a primeira com os argumentos comuns às duas emissões; **(ii)** a segunda com os argumentos relativos à operação que estruturou os CRIs Reit; e **(iii)** a terceira com os argumentos relativos às Debêntures Maluí. Os argumentos utilizados foram os seguintes:

*i) Argumentos comuns às duas emissões*

a. Ausência de dolo, elemento essencial da fraude: a Acusação atribui prática de fraude à defendente por ausência de cumprimento de deveres fiduciários, independentemente de intenção de auferir vantagem indevida. Sendo assim, a acusação criou uma modalidade culposa de operação fraudulenta, ilícito inexistente. Não só não se demonstrou dolo, como nem mesmo se alegou que a conduta da defendente preenchia esse elemento do tipo infracional.

b. Ampliação dos deveres impostos aos agentes fiduciários na ICVM 583: O nível de rigor na atuação como agente fiduciário exigido pela SRE não está previsto na ICVM 583 e não é esperado pelo mercado. Por exemplo, a SRE indica a insuficiência de garantias como indício de descumprimento de obrigações, contudo, a única condenação baseada em lógica similar adveio de caso (PAS CVM nº RJ2005/0305) em que as garantias não estavam nem mesmo regularmente constituídas (caso que na visão dos defendentes seria muito mais claro que o destes autos). Posteriormente aos fatos deste PAS, a SRE emitiu o Ofício-Circular CVM/SRE nº 02/19, estabelecendo padrões de conduta aos agentes fiduciários não previstos na ICVM 583. Estes padrões não poderiam ser usados para ler o caso, por irretroatividade, e o Colegiado precisa nortear esta análise (responsabilidade dos agentes fiduciários) para o futuro. Aprendendo as lições do contexto americano, os deveres dos agentes fiduciários deveriam ser interpretados restritivamente, com base na lei e documentos da oferta.

c. Interpretação da área técnica das ofertas públicas com esforços restritos, nos moldes da ICVM 476: A SRE entende que, pelo fato das emissões terem sido ofertadas nos moldes da ICVM 476, situação em que não há análise prévia pela CVM, então as pessoas envolvidas nas operações deveriam ser tratadas com maior rigor. De acordo com os defendentes, tal interpretação da área técnica vai na contramão da sistemática de simplificação da oferta com esforços restritos na qual a dispensa ocorre justamente com base na identidade dos investidores. Por se tratar de oferta dirigida a investidores profissionais, o mesmo rigor não deveria ser aplicado pelo regulador em comparação com as ofertas destinadas ao público em geral.

*ii) Oferta dos CRI*

a. Avaliação qualitativa das garantias da operação pela área técnica: a acusação decidiu pela responsabilização da Vórtx com base em uma suposta fragilidade das garantias e pela defendente ter participado de operação artificial. Contudo, o nível demandado de análise da qualidade das garantias foge do escopo da atuação do agente fiduciário, responsável por verificar a veracidade das informações das garantias e se estas foram de fato constituídas (art. 11, V e X da ICVM 583 e documentos da oferta). Não obstante, os títulos foram ofertados para investidores profissionais, aptos a ponderar os riscos e as garantias do negócio celebrado. O



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

termo de securitização, inclusive, comporta um *disclaimer* sobre eventuais riscos os quais as garantias estão sujeitas, que devem ser avaliados pelos próprios investidores quando da tomada de decisão de investimento.

b. Carência de substância econômica: a acusação sustenta que o agente fiduciário deveria ter identificado e informado em seu relatório anual de 2017 que a operação carecia de substância econômica, por ter sido celebrada entre empresas sob o mesmo controlador. Porém, não há uma proibição *ex-ante* de operações entre partes relacionadas pela simples identidade das partes. A acusação não demonstrou a artificialidade dos negócios realizados.

c. O avanço das obras do Empreendimento Maluí: segundo a acusação seria dever da Vórtx acompanhar o avanço das obras relacionadas ao Empreendimento Maluí, mesmo sem qualquer previsão legal ou no termo de securitização sobre obrigação deste gênero.

d. Direito de confiar em informações prestadas por terceiros: A Vórtx realizou sua análise das condições da oferta maiormente com base em documentos oficiais produzidos pelos demais envolvidos. Contudo, não é razoável exigir que a Vórtx desconfiasse dos documentos disponibilizados sem sinais de alerta evidentes, os quais não foram apontados pela Acusação.

### iii) *Oferta das debêntures*

a. Pagamentos à Bonauguri: conforme sustentado pela acusação, o defendente descumpriu os seus deveres ao não ter se manifestado quanto à classificação, pela Maluí, dos pagamentos destinados a Bonauguri Consultoria Empresarial e Participações Ltda. Como “*despesa de emissão*” e não como “*despesa com terceiros*”. Quanto ao tema:

*“Destaque-se novamente que a Vórtx, na qualidade de agente fiduciário, tinha a prerrogativa de confiar nas informações recebidas dos demais participantes da emissão, principalmente quando se tratava de despesa dentro dos limites previstos na Escritura de Emissão. A SRE não logrou apontar nenhum sinal de alerta indicando a existência de possíveis irregularidades na classificação proposta pela Maluí, razão pela qual não cabia à Defendente questioná-la, até porque, conforme já sustentando nesta Defesa, as despesas referiam-se a empreendimento mobiliário existente, em andamento e que contava com marca de renome internacional” (§§44 e ss. da Defesa).*

b. Pagamento em duplicidade: a acusação sustenta que a Vórtx descumpriu os seus deveres ao fazer pagamento em duplicidade (§194 do Termo de Acusação). Contudo, após decisão de bloqueio judicial da conta da Maluí, a Vórtx apenas agiu de forma a fazer frente às obrigações próximas do vencimento, no interesse dos próprios debenturistas.

c. Liquidação das debêntures: as debêntures foram liquidadas, inexistindo qualquer prejuízo aos investidores.

### **3.6 MALUÍ ILHA DO SOL EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS SPE S.A.**

87. A Maluí foi citada apresentou defesa tempestiva em 16.10.2020 (1125191).

88. Na condição de credora dos créditos imobiliários que deram lastro à emissão do CRI e emissora das Debêntures Maluí, é acusada, em síntese, (i) de operação fraudulenta no mercado



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

de valores mobiliários (ICVM nº 08/79), e (ii) não oferecimento de informações “*verdadeiras, consistentes e corretas e suficientes*” aos investidores, em infração ao art. 10, da ICVM 476.

89. Segundo a Acusação, a Maluí teria praticado operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, no âmbito da Emissão dos CRIs Reit, em razão da operação ter sido baseada em contrato desprovido de substância econômica, já que feito entre empresas com sócios em comum. Já em relação às debêntures, a Maluí teria supostamente falhado ao não prover os investidores com informações verdadeiras e consistentes acerca da operação:

(i) *“O pagamento a sócios da TMJ, gestora do fundo debenturista, constituiria indício de suposta irregularidade, e os R\$ 1.438.554,53 referentes a “despesas com terceiros” violariam a cláusula 3.7.6 da escritura, uma vez que não poderiam supostamente ter sido liberados sem o registro das garantias da emissão;*

(ii) *O ciclo de pagamentos identificado (Fundo MZL IMA-B, gerido pela TMJ, à Maluí, por sua vez à Bonauguri e, por fim, aos sócios da Bonauguri) e o suposto conflito de interesses relacionado aos sócios da consultoria Bonauguri, os quais também eram, à época dos fatos, sócios da TMJ, indicariam a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para os sócios da TMJ, por meio de uma operação estruturada para aplicar recursos dos cotistas do MZL IMA-B (maioria RPPS) nas debêntures da Maluí.*

(iii) *Suposta relação creditícia suspeita com a celebração de dois contratos de mútuo em momentos diferentes, sendo aprovados em assembleia de debenturistas da VCI pela TMJ, gestora do fundo de investimento debenturista da VCI e do único fundo a subscrever as debêntures da Maluí. Segundo a Acusação, tal fato constituiria indício de conflito de interesse, com o recebimento de vantagens financeiras por pessoas ligadas à gestora em ambas as emissões de debêntures;*

(iv) *Garantias prestadas não aparentariam cumprir função de segurança adicional, pois não exerceriam um papel independente frente a potenciais fracos resultados financeiros futuros da emissora. Tais garantias não teriam sido registradas devidamente e, ainda, parte delas teria também sido dada em garantia na Emissão de CRI”.*

90. Resumo a argumentação da defesa abaixo.

### ***Oferta dos CRI***

a. As operações entre partes relacionadas e a ausência de substância econômica: Há diversas operações com lastro em contratos entre partes relacionadas que não foram impugnadas pela CVM. O *leading case* julgado pela autarquia, da BR Properties (PAS 19957.009618/2016-30), que estabeleceu precedente relevante sobre lastro com base em contrato celebrado entre partes relacionadas, foi posterior à emissão de CRI, objeto do presente PAS. A interpretação dada ao caso da BR Properties, que estabeleceu melhores parâmetros para operações entre partes relacionadas, não poderia ser aplicada retroativamente, por ser mais restritiva. Em segundo lugar, o fato de que o lastro estava baseado em contrato entre partes relacionadas nunca foi omitido dos investidores, que tiveram acesso à esta informação na opinião legal e no relatório de rating da oferta.

b. Desenvolvimento do mercado imobiliário nacional: Além de não carecer de substância econômica, o empreendimento atendeu aos objetivos dispostos na lei nº 9.514/1997, sobretudo no que se refere ao desenvolvimento do mercado imobiliário nacional. Em determinado



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

momento, a Acusação aduz que a emissão dos CRIs seria desnecessária (§35 do Termo de Acusação) e que a Maluí poderia ter optado por simplesmente alienar diretamente as unidades do empreendimento, a estruturação da operação na forma de dívida constituiria justamente um indício de operação fraudulenta. Além de se imiscuir no mérito do investimento, a SRE ignora quais eram as necessidades de sustentação de fluxo de caixa no contexto de crise no país.

c. Destinação dos recursos: (i) a Acusação aponta a destinação de recursos à Teixeira & Holzmann e não diretamente à Maluí como indício de realização de operação fraudulenta. Sustenta a defendente, contudo, que as despesas necessárias ao efetivo desenvolvimento do empreendimento são do próprio sócio responsável pela emissão. Neste sentido: “*As equipes de projeto, administrativo, jurídico, marketing, vendas, financeiro, engenharia, compras, RH, tecnologia, obras e afins são do sócio responsável. Desse modo, e levando-se em consideração o fato de a própria Teixeira & Holzmann e seus sócios pessoa física terem sido os garantidores da emissão, não havia motivo para que a destinação dos recursos fosse direcionada à Maluí, sociedade de propósito específico*”. (ii) O mesmo ocorre para destinação de recursos à TMJ Consultoria. Está destinação se justifica na medida em que a LMX, transformada posteriormente na TMJ, já havia investido em CCBs de emissão da Maluí, que devido ao contexto de crise não estava honrando seus pagamentos. A TMJ consultoria foi contratada para auxiliar na reestruturação do crédito e do negócio como um todo.

d. Das garantias dos CRIs: Sobre o argumento da acusação de que “*as garantias apresentadas provavelmente não cumpriram sua função de segurança adicional por não exercerem um papel independente frente a potenciais fracos resultados financeiros futuros e conseqüentemente não pagamento da dívida*” (§24, d) do Termo de Acusação), além de a acusação se basear em juízo próprio acerca da viabilidade das garantias com base em eventos incertos, exige da Maluí que se defenda de evento imprevisível. Além disso, no que concerne a interpretação das garantias pela acusação, em primeiro lugar, o valor considerado pela Acusação para a execução das 22 unidades autônomas não se refere ao Empreendimento Hard Rock Ilha do Sol, mas ao antigo empreendimento da Maluí, antes de sua remodelação junto à VCI, de modo que as 22 unidades que servem hoje como garantia possuem valor significativamente superior ao projeto antigo. Já em relação à existência de gravames mencionados pela Acusação, estes são as CCBs já quitadas pelo CRI correspondentes à dívida original. Por fim, em relação ao fato de Teixeira & Holzmann e seus sócios à época, Marcos e Ivana Holzmann, e Fábio Neri e Samuel Sicchierolli, sócios da VCI, figurarem como fiadores, a defesa aponta que isto, por si só, não pressupõe a existência de qualquer irregularidade. São os próprios empresários, responsáveis pelo sucesso da operação, servindo como garantidores do negócio. Não seria coerente o fraudador ser fiador da própria fraude, pois se ele acreditasse que o projeto não seria rentável, evitaria assumir seus riscos (p. 20 da Defesa).

### ***Oferta das Debêntures***





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

a. Dos pagamentos à Bonauguri na ocasião de emissão das debêntures: A área técnica utiliza os pagamentos feitos à Bonauguri, consultoria composta de sócios da TMJ, como indicativos de operação irregular. Contudo, ignora o cenário econômico à época, e a importância da Bonauguri para a reestruturação da operação, por meio da aproximação da Maluí e representantes da Hard Rock no Brasil. Este contato mostrou-se fundamental para a reestruturação do empreendimento hoteleiro, que após a desistência do Grupo GJP, necessitava de uma bandeira de peso para a continuidade da operação, momento em que a Maluí Ilha do Sol virou Hard Rock Ilha do Sol.

b. Do desrespeito à cláusula 3.7.6 da escritura de emissão das debêntures: A referida cláusula dispõe, em síntese, que até R\$ 8 milhões poderiam ser destinados ao pagamento de despesas com a emissão e obras do empreendimento sem o registro prévio de garantias e que, deste montante, até R\$ 1 milhão poderia ser destinado ao pagamento de despesas específicas com as obras da operação. A Acusação entendeu que houve descumprimento desta cláusula, uma vez que R\$ 1.438.554,53 foram destinados a despesas com terceiros. Contudo, as destinações informadas pela Maluí, vide § 47 deste Relatório, se referem à destinação total dos recursos, inclusive após a constituição da primeira garantia.

c. Da não constituição das garantias: A oferta de debêntures Maluí, iniciada em maio de 2015, foi interrompida em julho de 2015 pois houve uma *stop order* ainda em julho acerca de debêntures da VCI, o que prejudicou gravemente a distribuição de debêntures pela Maluí devido a repercussão negativa dos empreendimentos da Hard Rock. Dessa forma, não haveria razão para liquidar os CRIs e transferir suas garantias para as debêntures.

### ***Argumentos relativos a ambas as Emissões***

d. Da reestruturação da operação: a área técnica utiliza o histórico de vendas abaixo do esperado para indicar existência de fraude. Contudo, toma os números de venda anteriores à aproximação da Maluí e Hard Rock para analisar expectativa de venda posterior a esta aproximação. Ignora, também, que o Hard Rock era projeto significativamente maior e, conseqüentemente, demandaria investimento superior dispendido em relação ao Maluí Ilha do Sol. Também não leva em conta o contexto econômico e do empreendimento: crise econômica de 2014-2016; troca de bandeira no meio do projeto; pandemia.

e. Atuação da VCI e os mútuos: a entrada da VCI no projeto ocorreu posteriormente à emissão dos CRIs: *“a entrada da VCI no projeto se dá no contexto da desistência da GJP em assumir a administração hoteleira do então Maluí Ilha do Sol. Com o passar dos meses, a Teixeira & Holzmann, responsável original pelo empreendimento e controladora da Companhia à época da Emissão de Debêntures, apresentou seguidas dificuldades em seguir com o projeto, e a VCI assumiu gradativamente as responsabilidades atreladas ao Hard Rock Ilha do Sol”*. Os mútuos celebrados com a Maluí, considerados suspeitos pela Acusação, serviram para alavancar o projeto justamente após a saída do grupo GJP:

*“Em vez de buscar os devidos esclarecimentos junto à Companhia e à VCI acerca dos referidos mútuos, a Acusação optou por taxá-los de suspeitos sem possuir elementos que, de fato, os tornariam*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

“suspeitos”. O racional fica claro quando se leva em consideração dois pontos: (a) tendo em vista que o Hard Rock Ilha do Sol herdou parcela da estrutura do antigo Maluí Ilha do Sol, as obras deste empreendimento estavam mais avançadas do que o Hard Rock Lagoinha, empreendimento irmão da VCI. Desse modo, a concessão de um mútuo que possibilitasse o desenvolvimento mais acelerado do projeto mais avançado possibilitaria a conclusão do Hard Rock Ilha do Sol em menor tempo; e (b) ao negociar sua entrada no capital social da Companhia, a VCI passou a se responsabilizar pelas dívidas existentes, por redesenhar todo o projeto para seu relançamento, e por providenciar os investimentos e a reestruturação financeira para o seu desenvolvimento. Assim, a alocação temporária de recursos no Hard Rock Ilha do Sol, especialmente em virtude da necessidade alavancagem do projeto após sua remodelação, se mostrou o caminho economicamente mais racional. Isso posto, não há que se falar em relação creditícia “suspeita”, e todo o contexto aqui apresentado reforça o racional econômico referente aos mútuos.”

f. Inexistência de prejuízos aos investidores: as debêntures foram integralmente liquidadas em 20 de fevereiro de 2020.

g. Inexistência dos requisitos caracterizadores de operação fraudulenta: A despeito da acusação ter aduzido à várias situações que caracterizariam indícios de fraude, em momento algum se preocupou em indicar os requisitos que constituem operação fraudulenta: (i) presença de ardil ou artifício; (ii) manutenção de terceiros em erro; (iii) obtenção de vantagem ilícita; e (iv) dolo. Trata-se de inobservância ao princípio da tipicidade segundo o qual é necessária a comprovação do nexo de causalidade entre conduta e tipo, de modo a conferir previsibilidade aos indivíduos. Sendo assim, coube à defendente contestar elementos caracterizadores do tipo que nem foram apontados: Quanto à presença de artifício orientado a manter terceiros em erro, a acusação menciona a estrutura de operação entre partes relacionadas, indicativo de artificialidade, para a emissão do CRI (item 3.1 da acusação) e não menciona nada no que diz respeito às debentures. Os argumentos quanto à não artificialidade da operação já foram apresentados. Quanto ao dolo, ainda que se admita hipótese de dolo eventual, seria necessário que se comprovasse que a Maluí, apesar de captar recursos, não tinha intenção real de concluir o empreendimento, evidenciando a intenção real de lucro indevido. A Acusação apenas menciona que as ofertas teriam sido adquiridas, em grande parcela, por RPPS, tentando aproximar essa operação de outras em que se realiza fraude prejudicando RPPS. O simples fato de RPPS terem adquirido a oferta não a caracteriza como fraude. Quanto à presença de dano a terceiros, a própria competência da CVM para punir condutas fraudulentas exige este elemento:

*Art. 9º, § 6º. A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional. (grifou-se).*

h. Bis in idem: segundo a acusação, “além de descumprir o art. 10 da ICVM 476, ao não oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes aos investidores, também infringiu o disposto no ICVM 8, em seu item I c/c item II, ‘c’[...]”. Esta afirmação representa claro desrespeito ao princípio do *ne bis in idem*, tendo em vista que o mesmo fato resultou em duas imputações diversas, com os mesmos fundamentos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### 3.7 GYORGY FEREN PAVETITS JUNIOR

91. Gyorgy Pavetits apresentou defesa tempestiva em 01.09.2020 (1125008).

92. O defendente é acusado de, em síntese, **(i)** violar os seus deveres fiduciários, conforme estabelecido no inciso I, do artigo 92, da Instrução CVM nº 555/2014, e **(ii)** por ter colaborado com a continuidade de uma suposta operação fraudulenta, conforme disposto no item I c/c item II, alínea “c” da Instrução CVM nº 08/1979.

93. Gyogy foi diretor de gestão da Elleven Gestora de Recursos Ltda, antiga TMJ Capital Gestão de Recursos Ltda, entre 27.08.2018 e 26.03.2019. Em 12.03.2019, participou da Assembleia Geral de Titulares de CRI da 10ª Série da 2ª Emissão da Reit realizada no dia 12.03.2019 e votou a favor da repactuação dos CRIs para pagamento a partir de fevereiro de 2020.

94. A defesa se funda nos seguintes pontos:

**(i) A decisão do defendente teria sido informada e tomada de forma desinteressada:** A decisão do defendente de votar pela repactuação estaria coberta pela *business judgment rule* e em conformidade com todos os procedimentos do Regimento Interno do Comitê de Crédito da Elleven. O Defendente solicitou “*a convocação da reunião do Comitê de Crédito e do Comitê de Investimento a fim de analisar os aspectos econômico-financeiro que envolviam a proposta feita pela Maluí para repactuação dos CRIs.*” (§94 de sua defesa). Também solicitou a elaboração de “*relatório contendo simulações de estresse ao fluxo de caixa projetado (...), a fim de conhecer a fundo a condição real do ativo*” (§101 de sua defesa). Tais medidas comprovariam a atuação diligente. Quanto ao desinteresse, a Acusação não indicou qualquer vantagem indevida que poderia ter sido auferida pelo defendente com sua decisão. Por fim, a conduta diversa pressuposta no Termo de Acusação – declarar o vencimento antecipados dos CRI – “*não significaria receber integralmente o valor do principal dos CRIs e os juros acumulados até o momento, mas percorrer um longo caminho para tentar reaver algum valor de um empreendimento, que com isso estaria possivelmente falido*” (§118). Assim, não faria sentido exigir conduta diversa que nem seria mais favorável aos investidores.

**ii) Falta de requisitos de operação fraudulenta:** Os requisitos não estariam presentes, por quatro fundamentos: **(i)** O agente não teria agido com ardil, já que sequer compunha os quadros da gestora na época da celebração do contrato de compra e venda alegadamente artificial, que fundamenta a acusação. O contrato foi celebrado em 24.01.2017 e apenas em 27.08.2018 Gyorgy foi eleito como diretor de gestão. **(ii)** Não há qualquer comprovação de que tenha induzido terceiros em erro, já que, como argumentado, sua atuação em assembleia (o elemento considerado pela acusação) foi informada e desinteressada. **(iii)** Não houve objetivo de angariar vantagem patrimonial para si, uma vez que a suposta vantagem angariada seria exclusivamente dos antigos sócios da Elleven. **(iv)** Por fim, não houve dolo específico, já que não há relação de causalidade entre o voto na Assembleia Geral de 12.03.2019 para declarar o não vencimento antecipado dos CRI’s e algum benefício pessoal ou a terceiro (§62 da defesa);



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### **3.8 FORNAX CONSULTORIA EMPRESARIAL S.A. E FÁBIO ANTÔNIO GARCEZ BARBOSA**

95. Os defendentes apresentaram defesa conjunta tempestiva em 15.10.2020 (1125178).

96. Fornax e Fábio Antônio, seu diretor responsável, foram acusados por, em síntese, **(i)** violação aos deveres fiduciários em infração ao disposto no inciso I do art. 92 da ICVM 555 e **(ii)** envolvimento em operação fraudulenta, em infração disposta no item I c/c item II, letra “c” da ICVM 08: em ambos os casos, por não terem exercido independente frente a fracos resultados do empreendimento, e sua decisão de investimento teria se baseado somente em documentos produzidos ou encomendados pelos próprios participantes da Emissão de CRI.

97. A defesa argumenta, em síntese, que: **(iv)** validade das garantias prestadas; e **(v)** inexistência dos elementos caracterizadores de operação fraudulenta, nos mesmos termos da defesa de Maluí, acima.

**(i) a acusação incorre em *bis in idem*:** O enquadramento das condutas empregados pela Acusação seria indevido, na medida em que se funda nos mesmos elementos para acusar por violação de deveres fiduciários e por operação fraudulenta, implicando *bis in idem*. Estes elementos são: **(i)** a não identificação de que a emissão dos CRI teve por base negócio celebrado entre duas empresas de mesmos sócios, e, portanto, artificial; **(ii)** a não identificação da insuficiência das garantias; e **(iii)** o fato de a decisão de investimento ter se baseado somente em documentos produzidos ou encomendados pelos próprios participantes da emissão.

**(ii) A decisão de investimento da gestora possuía razões sólidas:** A Acusação mescla os deveres de diligência e lealdade, que seriam essencialmente diferentes. A decisão de investimento no empreendimento Maluí possuiria razões econômicas claras:

*À época, a Gestora estava à procura de operações de crédito que atendessem aos critérios do Fundo de Investimento Multimercado Sculptor Crédito Privado, cujo regulamento previa como meta de retorno IPCA + 6,0% a.a. Tendo em vista que a Emissão oferecia retorno de IGPM + 10,0% a.a., e considerando que (i) a emissão possuía nota alta de rating; e (ii) empreendimentos similares com o mesmo rating ofereciam retornos de aproximadamente 6%, a Gestora se mostrou interessada no investimento.*

A gestora teria considerado aspectos macroeconômicos (previsão de crescimento do PIB após período de recessão, controle da inflação e diminuição de taxas de juros) e características do empreendimento, especialmente o projeto ser capitaneado pela Teixeira & Holzmann, incorporadora com portfólio sólido e mais de 15 anos de atuação no setor.

Os defendentes analisaram os documentos pertinentes à oferta, como: (i) demonstrações financeiras auditadas da Teixeira & Holzmann; (ii) laudos de avaliação; (iii) instrumentos contratuais da emissão; (iv) relatório de rating da oferta; (v) opinião legal; e (vi) documentos relativos às das garantias da emissão.

**(iii) ausência de ilegalidade na estruturação dos CRI:** Argumentos nos mesmos termos da defesa de Maluí, acima (ver §90 – item “a”)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

**iv) Validade das garantias prestadas:** Argumentos nos mesmos termos da defesa de Maluí, acima (ver §90 – item “d”)

**v) Inexistência de Operação Fraudulenta:** Argumentos nos mesmos termos da defesa de Maluí, acima (ver §90 – item “f”)

### **3.9 MARCOS FABIAN HOLZMANN, LEANDRO ALBERTO RUBIO E RBDU**

98. Marcos Holzmann, Leandro Rubio e RBDU apresentaram tempestivamente suas defesas em 02.09.2020 (1125073).

99. Marcos Holzmann, Leandro Rubio e RBDU respondem, em resumo, por **i)** operação fraudulenta, em infração ao item I c/c item II, letra “c” da ICVM 08 e **ii)** deixar de fornecer informações “verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores”, em infração ao art. 10 da ICVM 476.

100. Marcos e Leandro eram diretores da Maluí Ilha do Sol Empreendimentos Imobiliários Spe AS, sendo que o primeiro também era representante de RBDU. Ambos assinaram pela Maluí a Escritura da 2ª Emissão das Debêntures da Maluí, ponto que os levou à acusação de operação fraudulenta (ICVM 08/79) e não fornecimento de informações adequadas (ICVM 476). RBDU, por sua vez, veio a responder estas acusações em razão da 10ª Série da 2ª Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários emitidos pela Reit, respondendo por ser devedora dos créditos imobiliários que deram lastro à emissão do CRI.

101. Resumo a defesa conjunta dos acusados abaixo:

#### ***Oferta dos CRI***

a. **Regularidade da Operação de Securitização:** Operação entre partes relacionadas não é indício de fraude (ver argumento similar na defesa de Maluí, acima - §90 – item “a”). Além disso, a SRE não apresentou qualquer evidência de que teria havido operação simulada. Para que haja simulação, é preciso que exista declaração de vontade enganosa, o que não foi demonstrado neste caso.

b. **Inexistência de Destinação Irregular de Recursos:** A transferência de R\$20 milhões para Ilha do Sol Resort Ltda e para Teixeira & Holzman teve destinação regular, não se tratando de apenas uma ficção. O referido pagamento foi realizado com recursos do preço de cessão, que é de titularidade do cedente do crédito imobiliário, não estando incluído no patrimônio de afetação. Além disso, os valores não precisavam necessariamente ser destinados ao empreendimento imobiliário, como a acusação faz parecer, uma vez que são créditos imobiliários por origem, e não por destinação. Por fim, a cláusula 2.6 do Instrumento de Cessão (1125110) permitia expressamente o pagamento do preço de cessão de forma diversa, desde que autorizada pelo representante dos investidores, o que se deu. Sendo assim, o pagamento foi realizado de forma transparente, nos termos previamente definidos na operação de securitização e com a aprovação expressa do representante dos investidores.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

c. Regularidade das garantias prestadas e falta de competência da CVM para avaliar o tema: Cabe aos investidores analisar a qualidade de garantias devidamente constituídas de um investimento para determinar sua suficiência. A CVM não possui tal competência. Além disso, existe a previsão jurídica da possibilidade de constituição de CRI quirografário, sem garantia alguma. Sendo assim, é possível ter emissão regular de CRI sem qualquer garantia. Além disso, os investidores da oferta eram profissionais. Presume-se que estavam em condições de fazer tal avaliação por autonomamente.

d. Ademais, mesmo se a CVM pudesse fazer julgamento sobre a qualidade das garantias prestadas, ainda assim não se encontraria nada de errado na operação. As garantias do caso concreto seriam *“amplamente diversificadas, representadas por garantias reais e fidejussórias. (...) E mais: além da diversificação das garantias e de não estarem vinculadas apenas ao sucesso do empreendimento hoteleiro – pois havia garantias reais, fianças, etc –, as mesmas atingiam o percentual de 322% se comparadas ao valor da operação, tal como demonstra no quadro abaixo (...)”*.

e. Regularidade da repactuação dos CRI e viabilidade da operação: A Acusação teria errado ao dizer que a projeção de vendas de 252 frações era fantasiosa, ignorando a força que a marca Hard Rock traria ao empreendimento. Tanto é, que mesmo antes de o empreendimento ter adquirido o direito de uso da marca Hard Rock Hotel, há haviam obtido a média mensal de vendas de 200 frações em quatro meses. Além do mais, os titulares do CRI optaram por unanimidade em repactuar a dívida e por não declarar o vencimento antecipado, o que evidencia a substância econômica do empreendimento, retirando as suspeitas sobre a posição favorável à repactuação.

### ***Oferta de debêntures***

a. Legalidade das emissões de debentures de Maluí S.A.: Afastada a tese da simulação, restaria uma operação idônea e de acordo com os requisitos legais. As debêntures da 2ª emissão da Maluí foram subscritas por um único investidor, o MZL IMA-B FUNDO DE INVESTIMENTO RENDA FIXA, o qual possui ao todo sete cotistas, sendo cinco RPPS.

b. Em primeiro lugar, essa emissão teria cumprido com todos os requisitos legais do capítulo V da Lei das S.A., como também com todos os requisitos da ICVM 476, com todas as justificativas econômico-financeiras necessárias.

c. Em relação aos temores colocados em pauta pelo fato de envolver RPPS, este dado seria, no fim, irrelevante, já que estes fundos podem realizar este tipo de investimento nos termos da Resolução CMN nº 3.922, de 25 de novembro de 2010 e, como se verá adiante, a emissão das debentures foi plenamente respaldada com as devidas garantias. De qualquer forma, os defendentes não tinham conhecimento dos investidores finais da oferta quando de sua estruturação.

d. Ausência de infração de Marco Holzmann e Leandro Rubio ao art. 10 da ICVM 476 e falta de individualização: Afastada a hipótese de simulação e, nesse sentido, afirmada a



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

regularidade da operação, não faz sentido sustentar que Marco Holzmann e Leandro Rubio transmitiram informações falsas ou insuficientes para os investidores da oferta, em transgressão ao art. 10 da ICVM 476. Além disso, não se indicou quais condutas de Marco Holzmann e Leandro Rubio implicariam a caracterização das infrações alegadas. A acusação não fez prova de sua intenção de praticá-las.

e. Regularidade das garantias prestadas: Além dos mesmos argumentos sobre a prestação de garantias na oferta de CRI serem validos para a de debêntures (ver §100 do Termo de Acusação), a Acusação se equivocou ao dizer que “*não foram constituídas 3 das 4 garantias previstas na Escritura de Emissão das debêntures da Maluí e a única garantia constituída, foi constituída parcialmente*”. A hipoteca de 2002 frações ideias de unidades do Empreendimento Imobiliário foi constituída no valor de R\$120.122.814,00, próximo ao inicialmente previsto (1125078). As demais garantias não foram constituídas por motivo alheio à vontade dos defendentes. Elas dependiam da dação dos CRI para integralização das debentures, o que não ocorreu, como consta na ata da assembleia realizada no dia 28/11/2017.

f. Erro material na classificação contábil de despesas pagas na Emissão das Debentures: Quanto à classificação contábil de transferências como “Despesa de Emissão”, quando deveriam ser “Despesa de Terceiros”, de fato houve erro. Contudo, um erro de classificação contábil, isoladamente, não serve de indício de prova. O ônus de conectar este erro à intenção de lesar terceiros não foi superado pela acusação.

### **3.10 GUILHERME TEDESCHI**

102. Guilherme Tedeschi apresentou defesa tempestiva em 28.08.2020 (1124967).

103. Enquanto administrador da Ilha do Sol Resort Ltda (empresa que detinha 50% das ações da Maluí até o início de 2017), é acusado, em síntese, por (i) operação fraudulenta (ICVM 08), e (ii) deixar de fornecer informações “verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes” (ICVM 476). As infrações derivam da assinatura do Contrato de Compra e Venda celebrado com a RBDU no contexto da emissão dos CRI (0926938) e o Contrato de Emissão de CCI (0926938).

104. A defesa se funda nos seguintes pontos: (i) falta de discricionariedade na assinatura dos contratos; (ii) negócio entre partes relacionadas não implica fraude e ausência de participação do defendente nas supostas infrações destacadas; e (iii) ausência de dolo.

i) De acordo com o Defendente, na divisão de trabalho entre a Teixeira & Holzmann e a Ilha do Sol para execução de empreendimento, toda a responsabilidade quanto a questões de financiamento para a execução da obra ficaram para a Teixeira & Holzmann, sendo obrigação da Ilha do Sol fornecer os imóveis onde o hotel seria edificado, fiscalizar sua construção e cuidar de questões administrativas quanto às vendas. Estas condições foram pactuadas em Acordo de Parceria (1124968 – anexo I).

105. Entretanto, conforme narrado na própria acusação (ver §7), a Ilha do Sol não tinha interesse em se manter sócia da Maluí. Antes mesmo da emissão dos CRI, conforme



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

memorando de entendimentos celebrado em 26.10.2016, a Ilha do Sol já havia manifestado seu interesse de deixar a sociedade (doc. 1124968 – Anexo 2, em §1.7). As negociações para emissão dos CRI se deram diretamente entre Reit e Teixeira & Holzmann, sujeitas apenas à ratificação da Maluí.

106. Contudo, o meio utilizado pela Ilha do Sol para deixar a Maluí foi exatamente a venda de suas ações para a Teixeira & Holzmann:

*Ocorre que o fato de a compradora das ações da Ilha do Sol ser justamente a Teixeira & Holzmann fez com que ela ficasse sujeita às suas exigências para viabilizar a saída do empreendimento Maluí. Desta forma, o Acusado se viu obrigado a assinar os contratos apontados no Termo de Acusação, pois era condição para que fosse finalizada a negociação de suas ações com a Teixeira & Holzmann, que considerava que a captação de recursos não poderia aguardar até que se fizesse todo o trâmite burocrático da saída da Ilha do Sol e ingresso de novo sócio no empreendimento.*

*Não houve discricionariedade na conduta, não foi possível que o Acusado agisse de outro modo. Apesar de manifestar expressamente sua desaprovação quanto à forma de captar recursos para a finalização das obras através da emissão de CRI, (...), o Acusado não teve a oportunidade de conduzir a situação de outra forma que não fosse a assinatura dos contratos exigida pela Teixeira & Holzmann, o que exime sua conduta de reprovabilidade.*

i) O fato de a operação ser fundada em negócio entre partes relacionadas não implica fraude ou qualquer tipo de simulação (argumento nos mesmos termos dos já apresentados em defesas anteriores. Ver §§4, 75, e 88). Além disso, apesar de ter assinado contratos que deram fundamento à operação de CRI, o acusado já não integrava o empreendimento quando os valores foram efetivamente captados e utilizados.

ii) Na hipótese de a CVM considerar que houve operação fraudulenta, não há indícios de dolo da parte do acusado, uma vez que este só assinou os contratos da operação de CRI para viabilizar a venda de suas ações de Maluí, não estando em condições de auferir qualquer benefício da posterior captação e utilização dos recursos.

### **3.11 REIT SECURITIZADORA E BRUNO RIO**

107. Ambos apresentaram defesa tempestiva em 02.09.2020 (1125034).

108. Acusados, em síntese, por (i) operação fraudulenta (ICVM 08) e (ii) deixar de oferecer informações adequadas para os investidores (ICVM 476 art. 10). A primeira, como securitizadora da operação de CRI, e Bruno, como diretor à época dos fatos.

109. Eis a síntese dos argumentos da defesa:

**(i) não há irregularidade em a operação ter base em negócio entre partes relacionadas:** A promessa de compra e venda que deu lastro aos CRI foi estruturada seguindo todas as exigências formais, e em relação a um ativo existente e com preço determinado. O simples fato de a transição ter se dado entre partes relacionadas não retira a substância econômica do negócio e, portanto, não serve de indício de fraude (o argumento é desenvolvido em termos semelhantes ao já apresentado em outras defesas. Ver §75, 84 e 88).





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

**(ii) garantias vinculadas ao sucesso do empreendimento não são indício de fraude:** Não existe vedação legal ou regulamentar a estruturar operação com garantias atreladas ao sucesso futuro de um empreendimento. A prática seria corrente no mercado, como em operações *built to suit*, em que a principal garantia é a alienação fiduciária do imóvel em construção. Em projetos imobiliários em fase de construção ou pré-operacional, uma vez que o empreendimento ainda não gera receita relevante, é preciso utilizar o fluxo de resultados futuros para constituição de lastro e garantias da operação, sob pena de impossibilitar a captação de recursos. Não caberia à CVM substituir-se ao investidor na análise da qualidade de garantias devidamente constituídas. Além disso, as garantias não vinculadas ao sucesso do empreendimento somavam valor bastante razoável frente aos valores devidos aos investidores dos CRI (R\$95 milhões, mais que o dobro da integralização dos CRI) (grifos adicionados):

*Além da alienação fiduciária dos Imóveis 6.159 e 7.317, independentes em relação ao Empreendimento Maluí e avaliados, conjuntamente, pelo valor de mercado de aproximadamente R\$14.000.000,00 (quatorze milhões de reais) e da alienação fiduciária de 22 (vinte e duas) unidades imobiliárias (completas), cada uma composta por 13 (trezes) frações ideais (cotas) do Empreendimento Maluí, avaliadas pelo valor de mercado de aproximadamente R\$23.000.000,00 (vinte e três milhões de reais), vale lembrar que a Maluí SPE celebrou cessão fiduciária de direitos creditórios que incluem todos os seus direitos creditórios decorrentes da negociação de 411 (quatrocentas e onze) frações ideais de unidades imobiliárias do Empreendimento que já haviam sido vendidas pela Maluí SPE a terceiros anteriormente à Operação, (...) Diferentemente do que alega a Acusação, os recebíveis cedidos fiduciariamente não fazem relação com o futuro sucesso do Empreendimento Maluí, uma vez que, tal como a PCV firmada com a RBDU, tais recebíveis decorrem de fluxos financeiros líquidos, certos e exequíveis em face de seus respectivos devedores, tendo como objeto a venda de unidades imobiliárias e frações ideais de unidades imobiliárias que já haviam sido negociadas pela Maluí SPE antes mesmo da própria existência da Operação. ( 1125034 p. 30-31)*

**(iii) A Reit teria sido diligente na prestação de informações aos investidores:** A Reit ainda levou em conta avaliação de risco grau “A” por classificadora de risco registrada junto à CVM (classificação de risco não é requisito legal em emissão de CRI), bem como contratou opinião legal sobre a regularidade da operação, indicando sua diligência, que sua opção de entrar na operação foi devidamente refletida e informada. Considerando que não há irregularidade no negócio entre partes relacionadas e na constituição de garantias, não haveria que se falar em infração ao dever de prestar informações suficientes e corretas aos investidores. Nenhum investidor foi induzido a erro por falta de prestação de informações pela Reit.

**(iv) a Reit não é responsável pelas transferências de valores captados na oferta:** Além das alegações de irregularidade na estruturação da operação, a SRE atribui irregularidades a fatos posteriores: (i) a destinação dos recursos da oferta em função de conflitos de interesse; (ii) a eleição do Representante dos Investidores, também por conta de suposto conflito de interesses; (iii) a aprovação da repactuação do pagamento dos CRI.

Quanto aos dois primeiros itens, a Reit não teve qualquer participação na eleição do Representante dos Investidores. Além disso, a securitizadora não possui obrigação ou



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

competência para avaliar as escolhas dos titulares dos títulos sobre a destinação dos valores no regime fiduciário, mas apenas o dever de cumprir com estas determinações. A escolha da destinação dos valores foi realizada pelos investidores e comunicada à Reit pela figura responsável para tanto, de forma que a Reit não possui conduta relevante a ser qualificada como infração nestes eventos.

A aprovação da repactuação igualmente foi aprovada pelos titulares dos CRI, objetivando a adaptação do projeto aos padrões da marca Hard Rock. Isso é, existe uma causa evidente e razoável para uma alteração que foi aprovada pelos interessados.

**(v) Não há fraude por omissão:** Além do argumento desenvolvido de forma semelhante ao relatado em outras defesas, nenhuma conduta que constitui operação fraudulenta é atribuída aos defendentes, que são acusados apenas por não terem sido diligentes o suficiente para perceber ou evitar a alegada fraude. Contudo, não existiria a figura de fraude por omissão.

**(vi) Falta de individualização de condutas e bis in idem:** Como afirmado no ponto anterior, não haveria propriamente individualização das condutas da Reit e de Bruno. No caso de Bruno, a falta de individualização seria ainda mais séria pois:

*Ainda, diferentemente do que ocorre com uma série de participantes de mercado, o diretor de uma companhia securitizadora, mesmo sendo uma companhia aberta, não assume tal responsabilidade e não carrega as presunções de responsabilidade que pairam sobre aqueles que assumem posições de centro de imputação de responsabilidade, exatamente por falta de previsão legal nesse sentido.*

A acusação violaria o *non bis in idem* ao propor acusação de participação em operação fraudulenta e infração aos deveres informacionais com base nos exatos mesmos fatos.

### **3.12 CM CAPITAL MARKETS DTVM LTDA. E FÁBIO FEOLA**

110. Os defendentes apresentaram defesa tempestiva em 28.08.2020 (1124983).

111. CM DTVM, intermediária líder na emissão das debêntures, e Fábio Feola, seu diretor à época dos fatos, são acusados em síntese, **(i)** operação fraudulenta (ICVM 08/79), **(ii)** falta de diligência, em infração ao art. 11 da ICVM 476, e **(iii)** não manutenção de lista de investidores procurados, em infração ao art. 7-A §2º da ICVM 476

Eis a síntese da defesa:

**(i) Os defendentes agiram com diligência e não poderiam ter evitado as supostas infrações:** Os defendentes agiram com a diligência esperada ante a posição de intermediário líder da oferta. Não havendo motivos evidentes para suspeita a respeito da regularidade de uma operação, não é obrigação nem prática de mercado que o intermediário líder promova algum tipo de investigação independente sobre os emissores e demais condições, sendo natural que se fie nas informações prestadas por outros agentes. Além disso, os elementos apontados pela Acusação como irregulares (relação creditícia suspeita entre emissor e a Venture Capital, pagamentos realizados em potencial conflito de interesse, etc.) não decorrem de qualquer ação ou omissão dos defendentes e não seriam sanados por qualquer tipo de prestação de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

informação. A acusação não indica qual foi a falha informacional. Sendo assim, não cabe a acusação de falta de diligência no que diz respeito à checagem de informações.

**(ii) Falta de lista de investidores procurados é justificável e não é indício de fraude:** A Acusação destaca a falta de disponibilização de lista de potenciais investidores procurados, por parte dos defendentes, como indício de irregularidade. Entretanto, a obrigação de manter tal lista, nos termos do §2º do art. 7º-A da ICVM 476, teria por objetivo assegurar o cumprimento de outra requisição da regra, a de que não sejam procurados mais de 75 investidores. A oferta, entretanto, foi intrinsecamente privada, sem qualquer esforço de colocação. Um único investidor se apresentou como interessado na subscrição e seus representantes participaram da estruturação da oferta, o que não é vedado pela regulamentação. Por este motivo não havia lista de outros investidores procurados.

**(iii) Ausência de nexos causal entre condutas dos defendentes e elementos que tornariam a operação fraudulenta.** Faltaria a demonstração desse nexo causal, pois: **(i)** os requisitos para caracterização de operação fraudulenta (uso de artil, indução de terceiros a erro e intenção de obter vantagem ilícita) não estão preenchidos para os defendentes; **(ii)** os defendentes são acusados genericamente de operação fraudulenta em um termo de acusação que considera sem muita distinção duas ofertas distintas, sendo que só participaram de uma delas, a de debêntures; **(iii)** os indícios de fraude adviriam de condutas alheias à atuação de intermediário líder.

**(iv) Ausência de prejuízos.** Por fim, as debêntures foram integralmente pagas, não havendo prejuízos a investidores. Sem prejuízos, não se justifica a atuação sancionadora da CVM.

### **4 DEMAIS FORMALIDADES**

112. Parecer da PFE positivo (0904406) e autos enviados às autoridades criminais (0941632, 0941642 e 0941678).

113. Em 22.12.2020, o Diretor Gustavo Gonzalez foi designado relator. O processo foi redistribuído para o Presidente Marcelo Barbosa (09.03.2021), para o Diretor Fernando Galdi (09.09.2021) e para minha relatoria em 24.05.2022.

### **5 PRODUÇÃO DE PROVAS**

114. Em 17.01.2004 (1942058), deferi o pedido formulado pela defesa de Alex Bayer e Leonardo Iespa, de produção de prova testemunhal de R.S.R., cuja oitiva foi realizada em 19.04.2024 (2021533, 2021536, 2021537 e 2021538). A testemunha, contudo, declarou não ter participado da estruturação de qualquer emissão da Malui, não possuindo informações sobre essas operações.

115. Na sequência, nos termos do na forma do art. 46 da Resolução CVM nº 45/2021, os Acusados foram intimados a se manifestarem sobre as declarações da testemunha (2033607).

116. Alex Bayer e Leonardo Iespa reiteraram seus argumentos de defesa, aduzindo que o depoimento da testemunha evidenciaria a motivação inidônea da sucessão de acusações



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

desferidas contra ambos, mesmo sem que tenham lesado um único investidor, e que foram originadas em denúncia da BRB DTVM junto à CVM (2061065).

117. Daniel Lemos, Socopa Vortex apontaram que, embora a testemunha tenha declarado não ter participado da constituição do projeto, ou mesmo das emissões realizadas pela Malui, seu depoimento comprovaria que a cooperação dos intermediários seria desnecessária para o sucesso de eventual fraude na emissão, os atos de planejamento e consecução dos ilícitos seriam realizados pela administração dos emissores. Mesmo a atuação diligente dos intermediários em uma oferta pública não seria capaz de eliminar os riscos de fraudes. Reiteraram, assim, os argumentos apresentados em sede de defesa. (2071852 e 2071852).

118. Guilherme Tedeschi (2034252), Gyorgy Ferenc (2071854), Leandro Rúbio, Marcos Holzmann e RBDU (2056735), e Márcia Carneiro (2054537) reiteraram suas razões de defesa. Os outros acusados não se manifestaram.

Fim do relatório.

Rio de Janeiro, 13 de agosto de 2024.

**João Accioly**

Diretor Relator