



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.007976/2020-94

Reg. Col. 2655/22

**Interessados:** Entre Investimentos e Participações Ltda.; Antônio Carlos Freixo Júnior;  
Banco Máster S.A.; Viking Participações Ltda.; Daniel Bueno Vorcaro

**Assunto:** Proposta de termo de compromisso.

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

#### RELATÓRIO

1. Trata-se de propostas de termo de compromisso apresentadas:
  - (i) de forma conjunta por Banco Máxima S.A. (“Banco Máxima”), na qualidade de subscritor da 3ª emissão de cotas do Brazil Realty FII (“Fundo Emissor”), Viking Participações Ltda. (“Viking Participações”), na qualidade de contraparte das negociações de cotas do Fundo Emissor realizadas no mercado secundário, e por Daniel Bueno Vorcaro (“Daniel Vorcaro”), na qualidade de diretor do Banco Máxima e de responsável pela Viking Participações;
  - (ii) individualmente por Entre Investimentos Ltda. (“Entre Investimentos”), na qualidade de contraparte das negociações de cotas do Fundo Emissor realizadas no mercado secundário; e
  - (iii) individualmente por Antônio Carlos Freixo Júnior (“Antônio Carlos”), na qualidade de responsável pela Entre Investimentos, no âmbito de Processo Administrativo Sancionador instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”), no qual constam outros 14 (catorze) acusados.
2. A SRE propôs a responsabilização de Banco Máxima, Viking Participações, Daniel Vorcaro e outros, por potencialmente terem realizado operações fraudulentas no mercado de capitais, em suposta infração ao disposto no item I c/c item II, letra “c”, da então vigente Instrução CVM nº 8/1979.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

3. Em 29.10.2021, Banco Máxima, Daniel Vorcaro e Viking Participações apresentaram proposta conjunta de celebração de termo de compromisso, na qual ofereceram à CVM o pagamento do valor global de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), em parcela única, sendo R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) por Banco Máxima, R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais) por Viking Participações.
4. Em 13.07.2022, Entre Investimentos apresentou proposta de celebração de termo de compromisso na qual propôs pagar à CVM o valor de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), em parcela única. Na mesma data, Antônio Carlos, na qualidade de diretor responsável pela Entre Investimentos, apresentou proposta para celebração de termo de compromisso na qual propôs pagar à CVM, em parcela única, o valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais).
5. Em razão do disposto no art. 83 da Resolução CVM nº 45/2021, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE/CVM”) apreciou, à luz do art. 11, § 5º, II e II, da Lei nº 6.385/76, os aspectos legais das propostas apresentadas, tendo opinado pela existência de óbice jurídico à celebração de termo de compromisso, por ter considerado, em síntese, que “*a r. SRE aponta prejuízos a terceiros (...) [da] ordem de quase R\$ 6 milhões (...), além de vantagens obtidas pelos proponentes. No entanto, as propostas não indenizam esses valores*”. Assim, “*pelos proponentes, há óbice jurídico para a celebração de termo de compromisso com os interessados*”.
6. Em 04.10.2022, o Comitê de Termo de Compromisso (“CTC”), tendo em vista o disposto no art. 83 c/c o art. 86, *caput*, da Resolução CVM nº 45/2021, e considerando, em especial, (i) a existência do óbice apresentado pela PFE/CVM devido à ausência de proposta de ressarcimento de prejuízos a terceiros; (ii) a reduzida economia processual, pois apenas 9 (nove) dos 19 (dezenove) acusados ofereceram proposta para celebração de termo de compromisso; e (iii) a gravidade em tese das condutas, entendeu que a celebração do acordo não seria conveniente nem oportuna e, dessa forma, opinou pela rejeição das propostas apresentadas.
7. Em reunião ocorrida no dia 20.12.2022, o Colegiado, preliminarmente, não identificou, entre os elementos apresentados, prejuízos individualizados, com nexo causal direto e imediato, que pudessem justificar, à luz da legislação e dos precedentes aplicáveis, o óbice jurídico apontado pela PFE/CVM.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

8. Não obstante, naquela ocasião o Colegiado, por unanimidade, acompanhou a conclusão do parecer do CTC e decidiu rejeitar as propostas de termo de compromisso apresentadas, diante do fato de que, não tendo sido sequer aberto processo de negociação, tais propostas não foram tidas como suficientes para viabilizar, naquele momento, celebração de termo de compromisso no caso. Ainda na reunião ocorrida em 20.12.2022, o Colegiado registrou que a rejeição manifestada à época não impactaria negativamente eventual nova proposta de termo de compromisso no âmbito do presente processo.

9. Desse modo, em 21.03.2023, Entre Investimentos e Antônio Carlos apresentaram, individualmente, novas propostas de termo de compromisso, aumentando os valores contidos nas propostas anteriores. Em suas novas propostas, Entre Investimentos e Antônio Carlos ofereceram à CVM pagar os valores de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e R\$ 800.000, (oitocentos mil reais), respectivamente.

10. Ato contínuo, proferi despacho, solicitando que o CTC, em conjunto com a SRE, informasse **(i)** o valor que entende devido a título de prejuízo de terceiros e **(ii)** a quem incumbe a responsabilidade de ressarcimento de tais prejuízos – de modo a possibilitar a análise das novas propostas de termo de compromisso apresentadas. Dessa forma, as novas propostas de termo de compromisso foram encaminhadas à Superintendência Geral – SGE, nos termos do art. 84, § 2º, da Resolução CVM nº 45/2021, para que adotasse o trâmite do art. 83 dessa resolução e prestados os esclarecimentos solicitados no despacho.

11. A PFE/CVM, então, emitiu o Parecer nº 00033/2023/GJU – 2/PFE-CVM/PGF/AGU (“Parecer 33”), no qual foram analisados os requisitos de admissibilidade das novas propostas de termo de compromisso, conforme o disposto no art. 11, § 5º, I e II, da Resolução CVM nº 45/2021.

12. De acordo com a PFE/CVM, o primeiro requisito (cessação da prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM) está atendido, uma vez que *“observa-se que as operações intermediadas pela Entre, por meio de seu diretor responsável, as quais levaram à obtenção de vantagem ilícita e causaram prejuízo a terceiros ocorreram entre novembro de 2018 e março de 2020”*.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

13. Contudo, a PFE/CVM entendeu haver óbice à celebração das novas propostas de termo de compromisso, por considerar não atendido o segundo requisito (cessação das irregularidades apontadas, com indenização dos prejuízos). Isso porque, segundo a PFE/CVM, *“como visto no relatório, a r. SRE aponta prejuízos a terceiros na ordem de quase R\$ 6 milhões (valores históricos constantes do parágrafo 163), além de lucro que somam quase R\$ 20.700 mil, obtidos pelos acusados com a negociação das cotas subscritas no mercado secundário (parágrafo 163). Desse montante, R\$ 418.426,54 foi lucrado diretamente pela Entre Investimentos”*.

14. Ainda como óbice à aceitação das novas propostas de termo de compromisso, a PFE/CVM aduz que foram identificadas também outras vantagens, uma vez que, em suas palavras, *“a atuação da Entre, conferindo liquidez às cotas irregularmente integralizadas, viabilizou o retorno financeiro de toda a operação. Sua atuação permitiu que as cotas distribuídas realmente pudessem ser alienadas a fundos de investimento, resultando em vantagem econômica para os subscritores”*.

15. Nesse sentido, a PFE concluiu que *“Não se pode falar em correção da fraude imputada, sem que seja pago (devolvido) valor correspondente à vantagem irregularmente auferida com a operação”*.

16. No que tange à alegada ausência de individualização de prejuízos, a PFE/CVM acrescenta que, quando não for possível identificar os investidores supostamente lesados, os acusados deverão compensar os danos difusamente causados ao mercado. *“Mas, se são encontrados ao menos alguns dos prejudicados, mensurando-se, ao menos em parte, o decréscimo patrimonial experimentado, diz-se que os prejuízos estão individualizados”*. Segundo a PFE/CVM, *“para além da existência de danos difusos ao mercado foi possível reconhecer os investidores que sofreram perda em seu patrimônio. Nesses casos, os montantes levantados devem ser necessariamente indenizados”*. Conclui, assim, que não se trata de delimitar o valor exato que cada acusado deve indenizar, pois essa avaliação seria matéria de cognição exauriente, referente ao mérito da Acusação.

17. Em seguida, no dia 05.05.2023, o Banco Máxima, Daniel Vorcaro e a Viking Participações, em conjunto, apresentaram nova proposta de termo de compromisso, por meio



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

da qual sugeriram o pagamento do montante total de R\$ 2.000.000,00 (dois milhões de reais), dividido da seguinte maneira:

- (i) R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) pelo Banco Máxima;
- (ii) R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) por Daniel Vorcaro; e
- (iii) R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) pela Viking Participações.

18. A PFE/CVM, então, emitiu a Nota nº 00020/2023/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU, em complemento ao Parecer 33. Nessa nota, apontou que a atuação fundamental da Entre Investimentos para a circulação das cotas do Fundo Emissor no mercado secundário e sua posição de controlada por meio do grupo responsável pela suposta operação fraudulenta no mercado a colocaria como agente fundamental na causação dos alegados prejuízos e, ainda, para a obtenção de retornos financeiros com a suposta operação fraudulenta.

19. Contudo, a PFE/CVM afirma que *“no que diz respeito, especificamente, à devolução do valor lucrado como medida corretiva da irregularidade, tal providência deve recair sobre as sociedades que negociaram com a Entre e que figuraram diretamente como beneficiárias de toda a operação”*, de modo que *“não é possível apontar óbice à solução consensual com a Entre Investimentos pela ausência de devolução de vantagem financeira obtida (já que não houve apontamento, no TA, de vantagem auferida diretamente pela Entre), muito embora o montante deva ser levado em consideração para o estabelecimento da indenização a ser paga como compensação pelo grave e vultoso abalo à confiança no mercado de capitais”*.

20. Não obstante, a PFE/CVM ressaltou que a Entre Investimentos já esteve envolvida em operações semelhantes apuradas em outros processos administrativos sancionadores pela CVM, de forma que, no seu entender, não pareceria recomendável a solução consensual neste caso.

21. Diante disso, a Entre Investimentos e Antônio Carlos apresentaram, individualmente, adaptações às suas respectivas propostas de termo de compromisso. Desta vez, propuseram pagar os respectivos valores: (i) R\$ 4.500.000,00 (quatro milhões e quinhentos mil reais); e (ii) R\$ 2.250.000,00 (dois milhões, duzentos e cinquenta mil reais).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

22. Posteriormente, a PFE/CVM emitiu o Parecer nº 00061/2023/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU, reiterando que haveria óbice jurídico à aceitação das propostas de termo de compromisso. Segundo a PFE/CVM, a SRE concluiu que a operação objeto do presente PAS teria causado prejuízos a terceiros na ordem de quase R\$ 6 milhões, bem como que *“a acusação apontou, também, a existência de retorno financeiro para os proponentes nos seguintes valores: Banco Máxima - R\$10.798.077,48; Viking - R\$836.769,33”*, de modo que *“não se pode falar em correção da fraude imputada, sem que seja pago (devolvido) valor correspondente à vantagem irregularmente auferida com a operação (...)”*.

23. A PFE/CVM concluiu, então, que *“em vista do volume dos negócios relacionados à operação fraudulenta, a desproporcionalidade das indenizações se mostra manifesta, comprometendo a legalidade da celebração do Termo de Compromisso proposto”*, de forma que *“parece-nos que a indenização ofertada, face à gravidade das condutas e ao volume movimentado, afronta o princípio da proporcionalidade em sentido estrito, razão pela qual opinamos pela ilegalidade da celebração do Termo de Compromisso, tal como proposto”*.

24. De todo modo, a PFE/CVM opinou que, caso o Colegiado mantenha o entendimento de que não foram identificados prejuízos individualizados impeditivos da solução consensual, *“que o valor mínimo a ser dispendido pelos proponentes precisa corresponder à maior movimentação diária dos interessados com uma parte também imputada nos autos, haja vista que, como dito, o montante revela sua capacidade econômica e o grau de envolvimento com a operação, elementos indispensáveis para a fixação de montante que cumpra as missões preventiva e pedagógica da atividade sancionadora da CVM”*.

25. Ainda segundo a PFE/CVM, teriam sido identificadas transações de compra (Daniel Vorcaro) e venda (Banco Máxima), realizadas em 22.03.2019, cujo preço total pago foi R\$ 39.500.004,48, de modo que este deve ser o piso para a contrapartida dos proponentes. Em relação à Viking Participações, teriam sido realizadas operações de compra e venda (tendo como vendedora Índigo Investimentos DTVM Ltda., líder da oferta) no valor de R\$ 55.000.000,00, devendo *“ser esse o mínimo compensatório dos danos difusos a ser apresentado por esta sociedade”*.

26. Após manifestações da defesa, a PFE/CVM apresentou o Parecer nº 00082/2023/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU. Em resposta ao argumento de que não haveria fundamento legal ou



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

jurisprudencial que justificasse a adoção, como critério de indenização dos supostos danos causados a terceiros, da “*maior movimentação diária dos interessados com uma parte também imputada nos autos*”, a PFE/CVM admite que esse patamar “*não tem mesmo relação com os prejuízos apontados no termo de acusação*”, pois “*São danos diferentes a serem recompostos*”.

27. No entendimento da PFE/CVM, a reparação dos prejuízos sofridos por terceiros e a devolução dos benefícios auferidos pelos proponentes são condições prévias à negociação com o CTC, de modo que o seu não atendimento constitui óbice à solução consensual pretendida. Além disso, a PFE/CVM aduz que o Colegiado refutou a existência de prejuízo, mas não teria abordado a questão referente à devolução dos supostos benefícios auferidos pelos proponentes, apontados no termo de acusação.

28. Em seguida, a Gerência de Registros – 3 (“GER-3”) proferiu despacho, em atenção ao parecer jurídico apresentado pela defesa, elaborado pelo Dr. Fábio Medina Osório, bem como ao despacho proferido pelo Diretor Relator Otto Lobo, a fim de prestar informações sobre (i) o valor que entende devido a título de prejuízos de terceiros; e (ii) a quem incumbe a responsabilidade de ressarcimento desses prejuízos.

29. Nesse sentido, os supostos prejuízos objeto deste processo foram divididos em três categorias, cujos valores totais foram apontados pela GER-3, conforme abaixo:

- (i) Prejuízo com a integralização dos bens: R\$ 109.047.557,50;
- (ii) Prejuízo com a negociação no mercado secundário para cada uma das partes lesadas: R\$ 5.835.052,93; e
- (iii) Cálculo dos prejuízos individualizados: 94.149.397,67.

30. Desse modo, segundo a GER-3, “*tendo em vista que a operação fraudulenta apontada no Termo de Acusação não se resumiu apenas na integralização de cotas, mas também nas posteriores negociações dessas cotas no mercado secundário*”, a referida área técnica entendeu “*que a responsabilidade de ressarcir os prejuízos caberia a todos os acusados, visto que a operação fraudulenta, em tese, contou com a participação de todos os acusados, quer seja na integralização de cotas com ativos quer seja na negociação das cotas no mercado secundário*”.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

31. O CTC, então, emitiu o Parecer nº 559, informando que, em deliberação ocorrida no dia 08.09.2023, decidiu, por maioria, opinar junto ao Colegiado da CVM pela rejeição das respectivas propostas de termo de compromisso apresentadas, individualmente, por Entre Investimentos e Antônio Carlos, bem como da proposta de termo de compromisso apresentada, em conjunto, por Banco Máxima, Viking Participações e Daniel Vorcaro.

32. No Parecer nº 559, o CTC afirmou que, caso o Colegiado mantenha o entendimento de que não há óbice jurídico para celebração dos termos de compromisso no caso concreto, opinará pela adequação das propostas apresentadas, a fim de que os proponentes assumam obrigação pecuniária, em parcela única, de pagamento dos seguintes e respectivos valores:

- (i) Banco Máxima: R\$ 47.400.005,38 (quarenta e sete milhões, quatrocentos mil, cinco reais e trinta e oito centavos);
- (ii) Viking Participações: R\$ 55.000.000,00 (cinquenta e cinco milhões de reais);
- (iii) Daniel Cordaro: R\$ 47.400.005,38 (quarenta e sete milhões, quatrocentos mil, cinco reais e trinta e oito centavos);
- (iv) Entre Investimentos: R\$ 49.999.998,00 (quarenta e nove milhões, novecentos e noventa e nove mil e novecentos e noventa e oito reais); e
- (v) Antônio Carlos: R\$ 24.999.999,00 (vinte e quatro milhões, novecentos e noventa e nove mil e novecentos e noventa e nove reais).

33. Os valores listados acima, somados, totalizam o montante de R\$ 224.800.007,76.

### **FUNDAMENTAÇÃO**

34. Após o relato acima, antes de expor minhas reflexões sobre este caso, registro meu respeito à SRE, ao CTC e à PFE/CVM, que, com a diligência de sempre, analisaram a fundo este complexo caso, o que levou a SRE à lavratura do termo de acusação, e o CTC e a PFE/CVM a opinarem, por maioria, pela rejeição das propostas de termo de compromisso em discussão.

35. Com efeito, eventuais discordâncias entre áreas técnicas e o Colegiado não sinalizam vício algum; ao contrário, o embate civilizado é saudável e revela o bom funcionamento desta





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Autarquia<sup>1</sup>, pois conduz ao aperfeiçoamento das opiniões oficiais manifestadas pela CVM aos cidadãos. Em outras palavras, quem não tem seu posicionamento contestado nunca precisará defendê-lo, menos ainda aprimorá-lo, ao passo que quem vê suas opiniões contestadas, caso não as queira abandonar, deve apresentar argumentos convincentes ao interlocutor.

36. Feita esta ressalva, sempre destacando a inestimável importância das áreas técnicas mencionadas, destaco que a decisão final de aprovar ou rejeitar, conforme o caso, propostas de termo de compromisso não é atribuída a tais órgãos, mas sim ao Colegiado, na forma dos arts. 83 e seguintes da Resolução CVM nº 45/2021. Como estipulado nessa norma, após oitiva da PFE sobre a legalidade da proposta de termo de compromisso e apresentação de parecer pelo CTC, compete ao Colegiado deliberar pela sua aprovação ou rejeição.

37. Pois bem. Como já apontado nestes autos, desde a reunião ocorrida em 20.12.2022, “o Colegiado não identificou, entre os elementos apresentados, prejuízos individualizados, com nexos causal e imediato, que pudessem justificar, à luz da legislação e dos precedentes aplicáveis, o óbice jurídico apontado pela PFE/CVM”<sup>2</sup>, referente à ausência de proposta de ressarcimento dos supostos prejuízos que teriam sido causados pelos proponentes a terceiros. Em relação à ausência desse óbice, meu entendimento continua o mesmo.

38. Nesse sentido, trago à baila o recente entendimento manifestado, unanimemente, pelo Colegiado<sup>3</sup>, acerca dos limites que devem ser observados pela Autarquia para o aditamento à acusação na esfera dos processos administrativos sancionadores. Sobre esse particular, recomenda-se ter cautela na elaboração de manifestações técnicas complementares pelas áreas técnicas competentes, a fim de se observar determinadas balizas, de modo a preservar, tanto

---

<sup>1</sup> Ressalta-se que, na reunião do CTC em 06.06.2023, os ilustres membros titulares da Superintendência Geral (“SGE”) e da Superintendência de Normas Contábeis (“SNC”) manifestaram sua discordância quanto à suposta existência de óbice jurídico à aceitação das propostas de termo de compromisso, no que tange aos alegados prejuízos que devem ser indenizados pelos proponentes, em linha com o entendimento manifestado pelo Colegiado em 20.12.2022. Tal discordância está registrada em parecer do CTC: “*Deliberado, por maioria, com os votos vencedores dos membros titulares de SSR, SEP, SMI e SPS. Os membros titulares de SGE e SNC entenderam que, sem prejuízo da opinião anteriormente manifestada pelo CTC, mas considerando o inteiro teor da decisão do Colegiado, de 20/12/2022, o ponto relativo ao óbice jurídico indicado pela PFE-CVM já teria sido superado, tendo o Colegiado inclusive se manifestado no sentido de que o presente caso é passível de negociação, sem exigência de valor adicional. Nesse contexto, os membros titulares de SGE e SNC votaram pela abertura de negociação à luz dos critérios institucionais que hoje balizam negociações em casos similares, e em linha com a proposta da maioria para o caso de afastamento do óbice jurídico.*” (Doc. 1914044; grifou-se).

<sup>2</sup> Doc. 1718707.

<sup>3</sup> PAS CVM nº 19957.009359/2021-12, Dir. Rel. Marina Copola, j. em 20.06.2024.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

quanto possível, a estabilidade da peça acusatória. À luz desse racional, eventuais acréscimos ou alterações ao disposto na peça acusatória somente podem ser realizados diante de novas informações ou documentos, que não tenham sido antes trazidos ao conhecimento da Autarquia.

39. Contraria essa linha de pensamento a majoração exponencial do valor exigido dos proponentes para eventual celebração de termo de compromisso, tendo em vista os cálculos adicionais que ultrapassam os fatos narrados e imputações formuladas na peça acusatória e a quantia consideravelmente menor dos alegados prejuízos contida no termo de acusação. Ressalto, ainda, que tais recálculos, nos valores extraordinários que foram ventilados, têm o condão de alterar a dosimetria da pena aplicável aos acusados (art. 11, parágrafo 1º, IV, da Lei nº 6.385/76), sem que tenha ocorrido a elaboração de manifestação complementar pela área técnica competente, que pudesse ser examinada e contestada em sede de defesa. Entendo que tal aumento viola os princípios constitucionais da ampla defesa e do contraditório, bem como os da segurança jurídica e eficiência, desestimulando, ao fim e ao cabo, a propositura e celebração de termos de compromisso e a consensualidade nas relações entre a Administração Pública e o cidadão – a qual deve ser, sempre que possível, estimulada.

40. Considero, ainda, que os parâmetros utilizados pela PFE/CVM e o CTC para o cômputo dos supostos benefícios auferidos e prejuízos causados pelos acusados, que seriam impeditivos à celebração de termo de compromisso, acabam por configurar indevida inovação no cenário fático delimitado pela peça acusatória, além de destoarem dos critérios usualmente empregados pela CVM.

41. Isso porque, **(i)** segundo a própria tese acusatória, as operações efetivadas pelos proponentes no mercado secundário não seriam ilícitas, o que afasta a possibilidade de considerar o valor de tais operações como referencial para a negociação da suposta contrapartida financeira obtida; **(ii)** o valor das operações efetuadas em mercado, da maneira sugerida pela PFE/CVM e o CTC, não é empregado como critério para o cômputo de penalidades, mesmo no âmbito do julgamento de processos administrativos sancionadores (em que, diferentemente da apreciação de propostas de termo de compromisso, analisa-se o mérito dos casos); e **(iii)** o montante de operações efetuadas no mercado de capitais tampouco é um indicativo adequado para avaliar a capacidade econômica do agente.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

42. Em síntese, é imprescindível que se observe a realidade acusatória, para preservar as garantias fundamentais ao contraditório e à ampla defesa.

43. Ademais, quanto à necessidade de que os autos sejam novamente remetidos à PFE/CVM, para manifestação sobre os pareceres jurídicos acostados pelos proponentes<sup>4</sup>, entendo, com igual respeito às opiniões divergentes, que tal diligência é desnecessária. Isso porque, seja na legislação federal em matéria de processo civil e administrativo, seja na regulamentação da CVM, não identifique qualquer disposição no sentido de impor a abertura de contraditório para manifestação de pareceres jurídicos apresentados pela outra parte.

44. Sobre esse particular, a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (“STJ”) aponta que o parecer de jurista não se enquadra no conceito de prova documental para os fins do art. 398 do Código de Processo Civil (“CPC”) de 1973<sup>5</sup>, que exigia a instauração de contraditório após a juntada de novos documentos aos autos por uma das partes. Confira-se, a respeito, a seguinte ementa de acórdão lavrado pelo Exmo. Min. Moura Ribeiro:

DIREITO EMPRESARIAL, CIVIL E PROCESSUAL CIVIL. RECURSO ESPECIAL. RECURSO MANEJADO SOB A ÉGIDE DO CPC/73. ALEGAÇÃO DE OFENSA AO ART. 535, I E II, DO CPC/73. OMISSÃO OU OBSCURIDADE INEXISTENTES. ACÓRDÃO DEVIDAMENTE FUNDAMENTADO. **JUNTADA DE PARECER JURÍDICO. ART. 398 DO CPC/73. OFENSA AO PRINCÍPIO DO CONTRADITÓRIO. NULIDADE. NÃO OCORRÊNCIA. PRINCÍPIO PROCESSUAL DA INSTRUMENTALIDADE DAS FORMAS. PAS DE NULLITÉ SANS GRIEF. AUSÊNCIA DE PREJUÍZO CONCRETO. AQUISIÇÃO ACIONÁRIA. PAGAMENTO. AUSÊNCIA DE PROVA. MÁ-FÉ. CONFIGURAÇÃO. REFORMA DO JULGADO. REEXAME DE MATÉRIA FÁTICO-PROBATÓRIA. INCIDÊNCIA DA SÚMULA Nº 7 DO STJ.**

(...)

**3. Parecer de jurista não se compreende no conceito de documento novo para os efeitos do art. 398 do CPC/73 porque se trata apenas de reforço**

<sup>4</sup> Trata-se dos pareceres assinados, respectivamente, pelos conceituados advogados Fábio Medina Osório (Doc. 1875206), Gustavo Machado Gonzalez (Doc. 1932649) e Fernando Dal-Ri Murcia (Doc. 1952552).

<sup>5</sup> “Art. 398. Sempre que uma das partes requerer a juntada de documento aos autos, o juiz ouvirá, a seu respeito, a outra, no prazo de 5 (cinco) dias”. Como se sabe, o CPC/1973 foi revogado pelo CPC/2015, atualmente em vigor, cujo art. 437, § 1º, contém disposição análoga: “Art. 437. O réu manifestar-se-á na contestação sobre os documentos anexados à inicial, e o autor manifestar-se-á na réplica sobre os documentos anexados à contestação. § 1º Sempre que uma das partes requerer a juntada de documento aos autos, o juiz ouvirá, a seu respeito, a outra parte, que disporá do prazo de 15 (quinze) dias para adotar qualquer das posturas indicadas no art. 436”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**de argumentação para apoiar determinada tese jurídica, não sendo, portanto, imperativa a oitiva da parte contrária a seu respeito.**

4. Na linha dos precedentes desta Corte, o princípio processual da instrumentalidade das formas, sintetizado pelo brocardo *pas de nullité sans grief* e positivado nos arts. 249 e 250, ambos do CPC/73 (arts. 282 e 283 do NCPC), impede a anulação de atos inquinados de invalidade quando deles não tenham decorrido prejuízos concretos.

5. Se o parecer jurídico acostado aos autos não teve nenhuma influência no julgamento da controvérsia, não acarretou nenhum prejuízo para a parte. Impossível, assim, declarar a nulidade do processo.

(...)

8. Recurso especial parcialmente conhecido e, nessa extensão, não provido.<sup>6</sup>

45. Retornando ao presente caso, tanto a PFE/CVM quanto o CTC tiveram a oportunidade de apreciar os argumentos de defesa – e assim o fizeram, manifestando regularmente suas conclusões sobre a existência do alegado óbice à celebração dos termos de compromisso. Desse modo, considero que eventual remessa dos autos para manifestação da PFE/CVM e do CTC, unicamente em razão dos pareceres jurídicos juntados pelos proponentes, não teria uma maior utilidade prática determinante, uma vez que sua opinião acerca do caso já foi ventilada e ora é avaliada pelo Colegiado.

46. Por fim, acrescento não haver prejuízo em analisar as propostas de termo de compromisso no presente processo, separadamente ao Processo nº 19957.005363/2021-01, não obstante tenha sido reconhecida a conexão entre os dois processos. Como manifestado em ocasião anterior pelo Colegiado<sup>7</sup>, também com fundamento na jurisprudência do STJ<sup>8</sup>, a reunião de processos por conexão não configura imposição, mas sim faculdade atribuída ao julgador, motivo pelo qual deve ser exercida – ou não exercida, conforme o caso – em observância aos princípios da eficiência processual e razoável duração do processo, bem como aos ditames de transparência e da eficiência aos quais a Administração Pública se submete.

---

<sup>6</sup> STJ. 3ª Turma. REsp nº 1.641.901/SP. Rel.: Min. Moura Ribeiro. Data de julgamento: 09.11.2017. Data de publicação: 20.11.2017. Grifou-se. No mesmo sentido: STJ. 2ª Turma. RCD no REsp nº 2.077.883/AL. Rel.: Min. Herman Benjamin. Data de julgamento: 19.09.2023. Data de publicação: 30.10.2023.

<sup>7</sup> PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 29.05.2023

<sup>8</sup> Nesse sentido: (i) STJ. 3ª Turma. REsp nº 1.255.498/CE. Rel.: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Data de julgamento: 19.06.2012. Data de publicação: 29.08.2012; (ii) STJ. 3ª Turma. REsp nº 1.366.921/PR. Rel.: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Data de julgamento: 24.02.2015. Data de publicação: 13.03.2015; (iii) TJRJ. 5ª Câmara de Direito Privado. Agravo de Instrumento nº 0040312-91.2015.8.19.0000. Rel.: Des. Celso Silva Filho. Data de julgamento: 19.08.2015. Data de publicação: 21.08.2015.



## **COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### **CONCLUSÃO**

47. Não obstante os pontos destacados acima, retirei o feito de pauta, a fim de que este Colegiado, em conjunto, possa analisar detidamente as propostas de termo de compromisso, à luz dos critérios previamente fixados na reunião do Colegiado ocorrida em 20.12.2022, e demais providencias adicionais que, por ventura, sejam cabíveis.

É como voto.

Rio de Janeiro, 27 de agosto de 2024.

**Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo**

Diretor Relator