



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM

SEI nº 19957.006343/2017-63

Reg. Col. 0910/18

Acusados: Greyfade Brasil Administração e Participações Ltda.

Aminadabe Firmino da Silva

Assunto: Oferta pública irregular de contratos de investimento coletivo (infração ao disposto no art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 2º da Instrução CVM nº 400/03).

Diretor Relator: Carlos Alberto Rebello Sobrinho

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Trata-se de mais um processo sancionador instaurado para apurar responsabilidade por oferta irregular de contratos de investimento coletivo.
2. A Greyfade adquiriu 1594 vagas de garagem em um conjunto de prédios de escritórios localizado em Brasília/DF. Para financiar o investimento, constituiu uma sociedade em conta de participação, da qual era a sócia ostensiva, e buscou captar recursos no mercado, com propaganda na internet, oferecendo cotas que dariam aos investidores o direito de participar dos resultados decorrentes da exploração do estacionamento.
3. Em seu voto, o Diretor Relator faz uma análise minuciosa do caso e conclui, de forma bastante fundamentada, ter restado caracterizada a oferta irregular de contratos de investimento coletivo. Quanto a esse ponto, acompanho integralmente as conclusões do Relator.
4. No entanto, respeitosa e divirjo dos marcos temporais utilizados para analisar a reprovabilidade da conduta dos Acusados.
5. A recepção do conceito de contrato de investimento coletivo pelo direito brasileiro representou, nas palavras do então Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos, uma “revolução copérnica”, “pois significa o abandono de uma concepção fechada de valor mobiliário, para a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

adoção de uma concepção funcional-instrumental do que seria valor mobiliário, acabando por alargar sobremaneira sua definição, bem como a competência da CVM.”¹

6. Como tive a oportunidade de expor em mais detalhes no voto que proferi no Processo CVM nº 19957.009524/2017-41, o conceito foi declaradamente transplantado dos Estados Unidos. Também naquele caso aponte que, embora o conceito de contrato de investimento coletivo, em seus aspectos essenciais, seja o mesmo há mais de setenta anos², a sua aplicação aos numerosos casos concretos³ continua gerando frequentes divergências.

7. A jurisprudência norte-americana é repleta de casos pitorescos, que incluem a criação de castores⁴, fazendas de ostras⁵ e destilarias de Bourbon⁶, para citar apenas alguns. No Brasil, a CVM se deparou com uma lista menos extensa, mas bastante variada, que abrange desde o célebre caso do “boi gordo”, a criações de avestruz, empreendimentos florestais, madeira de lei e, mais recentemente, mineração de moedas virtuais⁷.

8. Essa breve relação ilustra a amplitude do conceito de contrato de investimento coletivo, que pode abarcar negócios com diversos formatos nos mais variados setores. Não cabe ao regulador, antecipadamente, estabelecer quais negócios podem configurar um contrato de investimento coletivo.

9. Por esse motivo, discordo da afirmação do Diretor Relator de que o ofício encaminhado pela área técnica era fundamental para dar conhecimento ao ofertante de que o contrato de investimento por ele ofertado estava sujeito à regulamentação desta autarquia. Parece-me que, dessa forma, desloca-se para a CVM o dever, de aprioristicamente, e independentemente de

¹ Processo Administrativo CVM nº RJ2003/0499, Dir. Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 28.08.2003. V. ainda Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11593, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 15.01.2008; e Processo Administrativo CVM nº RJ2009/6346, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 07.07.2009.

² O marco é a decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos no célebre caso *Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co.* (“Howey”), julgado em 1946.

³ Nesse ponto, Ary Oswaldo Mattos Filho assinala, com base em estudo de Theresa Gabaldon de 2011, que “os tribunais norte-americanos decidiram 792 casos relativos à conceituação de valor mobiliário, sendo 11 originárias da Suprema Corte, além de ter sido objeto de mais de 300 artigos publicados pelas revistas das faculdades de Direito dos Estados Unidos. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol I, tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 61.

⁴ *Continental Marketing Corporation v. Securities and Exchange Commission*, 387 F.2d 466.

⁵ *Securities and Exchange Commission v. Cultivated Oyster Farms Corp*, 1 S.E.C. Judicial Decisions 1934-1939 672 (S.D. Fla. 1939)

⁶ *Securities and Exchange Commission v. Bourbon Sales Corp.*, 47 F. Supp. 70 (W.D. Ky. 1942)

⁷ V. Deliberações CVM nº 785/2017 e 790/2018, com *stop orders* para ofertas de cotas em grupo de investimento em mineração de Bitcoin.



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

provocação, verificar se os investimentos ofertados ao público investidor constituem contratos de investimento coletivo e alertar o ofertante, quando, na verdade, essa análise cabe aos agentes econômicos. A caracterização de determinado produto como um contrato de investimento coletivo não depende de prévia manifestação da CVM, mas da sua subsunção aos requisitos do chamado *Howey Test*.

10. Na minha visão, o caso dos chamados condohotéis é excepcional, pois a própria CVM em suas manifestações iniciais alimentou a dúvida que existia no mercado. Essa particularidade justifica que o Colegiado venha, nos casos que envolvem oferta irregular de CIC hoteleiro, reconhecendo que a análise da reprovabilidade da conduta deve atentar para certos marcos temporais específicos. Ademais, em razão das especificidades daquele mercado, as penas cominadas têm sido fixadas a partir de um valor base próximo ao que vinha sendo praticado nos inúmeros termos de compromisso já celebrados, ajustados para refletir certas variáveis, tais como a quantidade de unidades efetivamente vendidas.

11. Não me parece razoável que aquele regime, excepcional, seja interpretado de forma expansiva, abarcando todo e qualquer CIC que tenha um componente imobiliário. O caso em tela envolve a oferta de cotas de uma SCP constituída para explorar um estacionamento. Ora, o fato de a sociedade ter adquirido vagas e divulgado que o investimento tinha lastro imobiliário não justifica, no meu sentir, que se aplique os marcos temporais que têm sido utilizados nos casos de empreendimentos hoteleiros.

12. Em linha com o Relator, reconheço que os autos não contêm informações mais detalhadas acerca da oferta. Não é possível, por exemplo, apurar quantas cotas foram efetivamente vendidas. Sabe-se, contudo, que foram ofertadas ao público em geral 25.000 (vinte e cinco mil) cotas no valor de R\$5.000 (cinco mil reais) cada. Ou seja, a oferta envolvia, no total, o valor de R\$125.000.000,00 (cento e vinte e cinco milhões de reais).

13. Indo adiante, noto que a infração em tela é caracterizada pela oferta irregular dos valores mobiliários, sendo indiferente, para a caracterização do ilícito, a demonstração da venda efetiva. Sobre o assunto, vale transcrever a lição de Paulo Câmara:

“No direito dos valores mobiliários, assume relevo notório a tutela legislativa de proteção na fase preparatória do contrato. Uma vez que o enfoque da regulação mobiliária se centra nos investidores não-qualificados, é na fase preliminar de formação da vontade, das negociações e da preparação da decisão de investimento que encontramos uma densidade prescritiva mais acentuada. Em termos comparativos, a fase da conclusão do contrato acaba por assumir relevo mais reduzido do que representa a fase pré-contratual, ponto de vista do Direito dos valores mobiliários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

A razão de ser desta técnica legislativa liga-se, de um lado, aos objetivos de fundo da regulação mobiliária (...) e, de outro lado, a motivos de ordem prática. Quanto a estes últimos, reconhece-se existirem dificuldades visíveis para provocar à anulação ou a declaração de invalidade de contratos aquisitivos de valores mobiliários celebrados em massa, dada a dificuldade de promover a restituição do que foi prestado (...). Por isso, no plano da política legislativa, mostra-se mais pragmático e adequado atuar preventivamente, procurando acautelar uma decisão de investimento ou de desinvestimento livre e esclarecida.”⁸

14. Com relação à penalidade a ser cominada aos acusados, entendo que o mais adequado e proporcional é a pena de multa. Como se sabe, o artigo 11, §1º, da Lei nº 6.385/1976 fornece uma série de critérios para fixação do valor da multa, dentre os quais o valor da emissão ou da operação irregular. Trata-se, a meu ver, do critério mais adequado para esse tipo de infração.

15. Por fim, embora a Lei nº 6.385/1976 estabeleça que a multa fixada com base no seu artigo 11, §1º, II, pode corresponder a até duas vezes o valor da emissão irregular, considerando as características do caso, voto por aplicar à pessoa jurídica e ao seu administrador multas correspondentes a 0,5% e a 0,1% do valor total da oferta irregular.

16. Assim, diante do exposto, voto:

- (i) pela aplicação de multa a Greystate Brasil Administração e Participações Ltda. no valor de R\$625.000,00 (seiscentos e vinte e cinco mil reais), correspondente a meio por cento (0,5%) do valor total da oferta irregular; e
- (ii) pela aplicação de multa a Aminadabe Firmino da Silva no valor de R\$125.000,00 (cento e vinte e cinco mil reais), correspondente a um décimo por cento (0,1%) do valor total da oferta irregular.

É como voto.

Rio de Janeiro, 7 de maio de 2019.

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor

⁸ CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 3ª Edição. Lisboa: Almedina, 2016, pp. 565.