



## 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 19957.002172/2018-84

Reg. Col. 1105/18

**Acusado:** Guilherme Ramos Guimarães  
**Assunto:** Atuação no mercado de valores mobiliários sem prévia autorização da CVM, em infração ao art. 16, inciso I, da Lei nº 6.385/1976.  
**Diretor Relator:** Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SMI em face de Guilherme Ramos Guimarães (“Guilherme” ou “Acusado”), por infração<sup>2</sup> ao art. 16, inciso I, da Lei nº 6.385/76, em razão de atuação no mercado de valores mobiliários sem prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).<sup>3</sup>
2. Regularmente intimado<sup>4</sup>, o Acusado, em síntese, arguiu a (i) incompetência da CVM para fiscalizar e julgar o caso, pois o instrumento<sup>5</sup> utilizado pelo Acusado não se enquadraria em qualquer das hipóteses de valores mobiliários previstas na Lei nº 6.385/76; (ii) não teria ocorrido oferta direcionada ao público; e (iii) que os fatos em exame não teriam causado danos ou prejuízos

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

<sup>2</sup> O Termo de Acusação, doc. SEI 0538535, em “IV – Responsabilidades”, propõe a responsabilização por infração ao artigo 16 da Lei nº 6.385/1976 e não menciona expressamente qualquer inciso. No entanto, em “III – Conclusão”, a Acusação indica claramente o inciso I, essencial para a acusação dada a redação do caput do art. 16: *Art. 16. Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades: I - Distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I).* No entendimento do Acusado em sua defesa, doc. SEI 0565680, afirmou que a SMI “*requereu a responsabilização de Guilherme pela suposta prática de emissão pública de valores mobiliários no mercado sem prévio registro na CVM, formalizando-se tal requerimento no Termo de Acusação*”. O inciso I é o único dentre o rol do art. 16 da Lei nº 6.385/1976 que utiliza o termo “emissão”. Portanto, para fins de uniformização e melhor compreensão do presente voto, explícito o inciso I, para não deixar o caput sem a indicação da atividade que seria irregular.

<sup>3</sup> Doc. SEI 0538535: A SMI concluiu que “*o acusado, apesar de não ter qualquer autorização desta Autarquia para atuar no mercado de valores mobiliários, ofertou títulos de investimento*”. A SMI também publicou *Stop Order*, Ato Declaratório CVM nº 15.932, 16 de outubro de 2017.

<sup>4</sup> Doc. SEI 0540579 e 0564475.

<sup>5</sup> Doc. SEI 0459308.



## 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)

a investidores ou ao mercado de valores mobiliários<sup>6</sup>.

### II. COMPETÊNCIA DA CVM

3. Preliminarmente, cumpre analisar a arguição de incompetência desta Autarquia para apreciar os fatos objeto desse PAS em razão do instrumento utilizado pelo Acusado não ser um valor mobiliário, mas um mero contrato de mútuo que não estaria sob a jurisdição administrativa da CVM.

4. O Acusado alegou<sup>7</sup> que o “CONTRATO DE ADESÃO AO CERTIFICADO DE OPERAÇÃO ESTRUTURADA (COE) – GANHO REAL GARANTIDO” não seria um derivativo, pois (i) não fora emitido por instituição financeira; e (ii) a taxa SELIC não é ativo ou instrumento hábil para servir como base para a emissão de derivativos.

5. Como será exposto a seguir, não assiste razão ao Acusado. O referido instrumento<sup>8</sup>, que deu origem ao presente PAS, apresenta-se como um Certificado de Operação Estruturada (“COE”), contrato derivativo considerado valor mobiliário e, portanto, passível de exame pela jurisdição administrativa da CVM.

6. O contrato enviado pelo Acusado a E.T.B tinha o seguinte objeto:

#### II - Do objeto do Contrato

Certificado de Operações Estruturadas (“COE”) é um certificado que representa um conjunto único de direitos e obrigações cuja rentabilidade para o Cliente no vencimento depende da variação dos Indexadores de Referência do COE.

1.1. Emissor: GRG Invest Gestora Patrimonial;

1.2. Investimento Inicial Mínimo: R\$ 50.000,00;

1.3. Data de Início: 25/02/2017;

1.4. Data de Vencimento: 12 meses;

7. A Resolução nº 4.263/2013 do Conselho Monetário Nacional assim estabelece:

Art. 2º O COE constitui certificado emitido contra investimento inicial, representativo de um conjunto único e indivisível de direitos e obrigações, com estrutura de rentabilidades que apresente características de instrumentos financeiros derivativos.

---

<sup>6</sup> Doc. SEI 0565680.

<sup>7</sup> Doc. SEI 0565680, p. 5: “Com efeito, nos termos dos parágrafos 1º e 2º, do art. 2º, da Resolução CVM nº 4.263/2013, a emissão de COEs por instituições financeiras deve seguir um conjunto de requisitos específicos, os quais jamais se fizeram presentes no caso em tela. Conforme consta no próprio Termo de Acusação, o instrumento contratual não foi emitido por instituição financeira, tampouco continha elementos que o caracterizassem como o derivativo em questão.”

<sup>8</sup> Doc. SEI 0459308.



## 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. Antes de se adentrar na análise da regularidade do COE objeto do presente feito, cabe destacar que o objeto do contrato seria (i) certificado representativo de um conjunto único de direitos e obrigações emitido contra a entrega de (ii) investimento inicial mínimo de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais) e com (iii) rentabilidade que “*depende da variação dos Indexadores de Referência do COE*”. O contrato dispõe o seguinte sobre sua estrutura de rentabilidade:

<p><b>1.7. Resultado(s) da Aplicação:</b> na Data de Vencimento o Cliente poderá receber um dos Resultados abaixo descritos, dependendo da variação do(s) Indexador(es) de Referência, do(s) Parâmetro(s) de Verificação e das seguintes Condições:</p> <p><b>1.7.1. SEM LIQUIDEZ</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Resultado Máximo: 24%</li><li>• Resultado Mínimo: 150% do CDI*</li></ul> <p><b>1.7.2. COM LIQUIDEZ</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Resultado Máximo: 24%</li><li>• Resultado Mínimo: 130% do CDI*</li></ul>
---

<p><b>CONDIÇÕES:</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Se a variação acumulada da taxa SELIC divulgado durante o período da Aplicação for maior que o <b>Parâmetro de Verificação (14%)</b>, o cliente recebe o <b>Resultado Máximo</b>.</li><li>• Se a variação acumulada da taxa SELIC divulgado durante o período da Aplicação for menor ou igual ao <b>Parâmetro de Verificação (14%)</b>, o cliente recebe o <b>Resultado Mínimo</b>.</li></ul>
--

9. Em suma, na data do vencimento, ao final do período de 12 meses, seria verificada a variação acumulada da taxa SELIC. Se a variação fosse superior à 14%, o contratante receberia 24% de rentabilidade sobre o capital investido. Do contrário, se inferior à 14%, o contratante receberia 150% do CDI nos casos sem liquidez e 130% do CDI nos casos com liquidez. Ou seja, não obstante ter sido, no mínimo, emitido irregularmente (ou até com falsidade ideológica, caso tenha se tratado de fraude ou golpe financeiro, como inclusive suspeitado tanto pelo potencial investidor que consultou a CVM quanto pelas áreas técnicas envolvidas na apuração), o referido instrumento se apresentava como uma operação estruturada em que o resultado dependeria da variação da taxa SELIC e a rentabilidade mínima seria quantificada em DI.

10. A Resolução CMN nº 4.263/2013 é expressa em admitir COEs referenciados em taxas e índices:

Art. 6º O COE pode ser referenciado em índices de preços, índices de títulos, índices de valores mobiliários, taxas de juros, taxas de câmbio, valores mobiliários e outros ativos subjacentes, observado, no mínimo, que:



## 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)

I - os índices de preços, os índices de títulos, os índices de valores mobiliários, as taxas de juros e as taxas de câmbio utilizados como referenciais devem ter série regularmente calculada e ser objeto de divulgação pública; e

II - os valores mobiliários e os demais ativos subjacentes utilizados como referenciais devem apresentar cotações regularmente divulgadas por bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros, mercados de balcão organizado ou por entidades administradoras de sistemas de compensação, liquidação ou registro de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

11. O CDI ou taxa DI<sup>9</sup> e a taxa SELIC<sup>10</sup>, portanto, satisfazem os critérios previstos na referida legislação e poderiam ser referência na operação. Assim, concluo que o contrato em questão traz, em suas disposições, os elementos que caracterizam o COE, nos termos da Resolução CMN n° 4.263/2013, em que pese não tenham sido observados requisitos legais e regulamentares necessários à sua regular emissão.

12. Ademais, a própria Acusação, antes de elaborar o Termo de Acusação, já havia considerado a hipótese de o contrato utilizado pelo Acusado não ter natureza de valor mobiliário e solicitou parecer fundamentado para a PFE que, por sua vez, emitiu o Parecer n° 90/2017 – GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU no seguinte sentido: “*Diante do exposto, concluo que os Certificados de Operação Estruturada - COE que vem sendo negociados por GRG INVEST GESTORA PATRIMONIAL não constituem contrato de investimento coletivo. Trata-se de distribuição irregular de títulos financeiros derivativos, sujeita à regulação da Autarquia, na forma da Instrução CVM n° 569/2015, fato que dá ensejo à emissão de stop order, na forma do artigo 9º, § 1º, incisos III e IV, da Lei n° 6.385/1976.*” A PFE, portanto, concluiu ser um derivativo.

13. Esse foi o mesmo entendimento do Ministério Público Federal (“MPF”), que ofereceu denúncia em desfavor do Acusado, com base no artigo 7º, inciso IV, da Lei n° 7.492/86, acusando-o, em síntese, de oferecer, sem prévia autorização da CVM, Certificado de Operação Estruturada, espécie de título financeiro derivativo, que detém natureza de valor mobiliário, emitidos pela GRG INVEST GESTORA PATRIMONIAL, pessoa jurídica sem registro junto ao Banco Central do Brasil, e da qual o Acusado apresentava-se como gestor. Em 02.07.2020, o juízo da 3ª Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro (processo n° 5019646-09.2018.4.02.5101/RJ) proferiu

<sup>9</sup> A taxa do CDI define a remuneração exigida pelo banco que emite o título a outros bancos. [https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/serie-historica-do-di.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/serie-historica-do-di.htm). Também em: <https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADAOPublico/exibirFormCorrecaoValores.do?method=exibirFormCorrecaoValores&aba=5>

<sup>10</sup> Taxa de juros apurada nas operações de empréstimos de um dia entre as instituições financeiras que utilizam títulos públicos federais como garantia. <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>. Também em <https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADAOPublico/exibirFormCorrecaoValores.do?method=exibirFormCorrecaoValores&aba=5>



## 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)

sentença condenatória<sup>11</sup> em que julgou que a estrutura de rentabilidade do contrato apresenta características de títulos financeiros derivativos:

*“Os títulos e valores mobiliários tratados nestes autos dizem respeito aos certificados de operação estruturada - COE, que estão previstos no artigo 43, da Lei 12.249/2010.*

*Os certificados de operação estruturada - COE constituem títulos emitidos contra investimento inicial, cuja estrutura de rentabilidade apresenta características de títulos financeiros derivativos, conforme o artigo 2º, da Resolução nº 4.263, do Banco Central do Brasil, de 05 de setembro de 2013, que regulamentou o artigo 43, da Lei nº 12.249/2010.”*

14. Ressalto que a existência dos elementos mínimos para a caracterização do COE não se confunde com o atendimento dos seus requisitos de validade, que, no caso, não foram observados. Como mencionado acima, trata-se de um COE flagrantemente irregular, visto que não foi observada a determinação legal de que o instrumento seja emitido por instituição financeira. A suposta emissora, aliás, sequer existia, não tendo, portanto, como o mencionado instrumento ter sido emitido por instituição financeira que jamais existiu, consoante apurado pela área técnica da CVM. Ainda, a Lei nº 6.385/1976 é clara ao incluir na competência da CVM quaisquer contratos derivativos, independente dos ativos subjacentes:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

(...)

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;

15. Por essas razões, afastado a preliminar de incompetência, haja vista que o COE ora apreciado é um contrato derivativo, independentemente do fato de não ter sido observado requisito legal inafastável para se constituir tal certificado, qual seja, ser o referido instrumento emitido por instituição financeira.

16. O Acusado também alegou que o instrumento não seria um contrato de investimento coletivo, apontando que *“não é apenas um, mas sim todos os elementos que conceituam contrato de investimento coletivo que se fazem ausentes nesta acusação”*<sup>12</sup> e que, *in casu*, não haveria os elementos da publicidade e o investimento comum (coletivo).

17. Neste ponto, acolho a alegação da defesa de que não se trata de um contrato de investimento coletivo (Lei 6.385/1976, art. 2º, inciso IX), ainda que esse ponto seja, neste caso,

---

<sup>11</sup> Doc. SEI 1068969.

<sup>12</sup> Doc. SEI 0565680, p. 8.



## 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)

irrelevante para a apreciação do argumento de incompetência desta Autarquia para julgar o presente feito.

18. De acordo com o entendimento desta Autarquia<sup>13</sup>, para a caracterização de determinados arranjos como contratos de investimento coletivo sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76, devem ser comprovados, (i) a existência de um investimento, (ii) a formalização do investimento em um título ou contrato, (iii) o caráter coletivo do investimento, (iv) o direito de participação em alguma forma de resultado econômico decorrente do investimento, (v) que essa remuneração tenha origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros, e (vi) a ocorrência de oferta pública de tais títulos ou contratos. Entre os critérios faltantes para qualificar o contrato como tal, destaco a ausência do investimento de caráter coletivo, em que os recursos sejam destinados a um empreendimento comum<sup>14</sup>.

19. No presente caso, não restou demonstrado o caráter coletivo do investimento e a ocorrência de oferta pública. O que se viu, na verdade, foi uma comunicação direta entre o Acusado e dois possíveis investidores<sup>15</sup>.

20. Por fim, o Acusado afirmou que o suposto COE seria apenas um contrato de mútuo estabelecido entre duas pessoas físicas, e não um valor mobiliário, estando, portanto, fora da competência da CVM. Do exame das cláusulas contratuais, julgo infundada tal alegação, pois não há elementos que caracterizem um contrato de mútuo.

---

<sup>13</sup> Já manifestado, por exemplo, nos seguintes processos: Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11593, j. em 15.01.2008; Processo Administrativo CVM nº 19957.009524/2017-41, j. em 22.04.2019; Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.008445/2016-32, j. em 18.02.2020; Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.006343/2017-63, j. em 26.02.2019; Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.010391/2017-56, j. em 18.02.2020; Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007994/2018-51, j. em 09.06.2020; Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.010628/2019-61, j. em 01.09.2020.

<sup>14</sup> Para fins de caracterização de um contrato de investimento coletivo, a CVM tem reproduzido, em certa medida e com as adaptações necessárias à realidade brasileira, os exercícios desenvolvidos pela jurisprudência norte-americana, notadamente o “*Howey Test*”. O caso “*Howey*”, instaurado pela *Securities and Exchange Commission* contra W. J. Howey Co., serviu de paradigma para diversos casos similares e criou parâmetros para fins de definição dos contratos de investimento coletivo como valores mobiliários objeto de uma oferta pública irregular. Tais parâmetros foram fixados de modo a evidenciar a substância econômica do negócio em si, deixando em segundo plano a estrutura formal escolhida para a sua implementação. Nessa linha: alguns exemplos de precedentes junto à CVM: (i) PAS CVM RJ2007/11593, Diretor Relator Marcos Pinto, julgado em 15.01.2008; (ii) PAS CVM RJ2018/5377, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 09.06.2020; (iii) PAS CVM RJ2017/0038, Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, julgado em 04.09.2020; (iv) PAS CVM RJ2006/3364, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 16.05.2007; (v) PAS CVM 19957.006343/2017-63, Diretor Relator Carlos Rebello, julgado em 09.06.2020; (vi) PAS CVM 19957.003593/2018-22, Diretor Relator Henrique Machado, julgado em 29.01.2019; (vii) PAS CVM 19957.010628/2019-61, Relator Presidente Marcelo Barbosa, julgado em 01.09.2020; e (viii) PAS CVM RJ2016/8381, Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, julgado em 18.02.2020.

<sup>15</sup> Doc. SEI 0459304 e 0459305.



## 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)

21. Restou comprovado que, em troca do investimento, o contratante supostamente receberia um “*Certificado de Operações Estruturadas escritural a ser registrado na CETIP S.A. – Mercados Organizados (“Cetip”) com as características descritas nesse DIE*”. E, em declarações do cliente: “*v. Fui informado de que o COE objeto deste DIE<sup>16</sup> é admitido à negociação no mercado secundário, sujeito à possibilidade de se atender os requisitos operacionais mínimos exigidos para a realização da transferência de titularidade do COE na CETIP.*”<sup>17</sup>

22. Não obstante ser evidente que jamais existiria o registro na CETIP, à luz da irregularidade na emissão do instrumento, o contrato, em si, estabelecia a obrigação do investidor de entregar dinheiro em troca de um título que reuniria um conjunto indivisível de direitos e obrigações que tinha como ativos subjacentes dois índices, o DI e a SELIC, com o objetivo final de trazer rentabilidade ao investidor.

23. Afastadas as alegações da defesa, pelos fundamentos expostos, julgo estarem presentes os elementos mínimos do art. 2º e 6º da Resolução CMN nº 4.263/2013 para a configuração de um COE, instrumento contratual derivativo, ainda que irregular pela ausência de atendimento aos requisitos de validade dos demais parágrafos e artigos da referida Resolução e do art. 43 da Lei nº 12.249/2010.

24. Assim, concordo com o entendimento da PFE e a decisão do referido juízo criminal no sentido de que o contrato ofertado pelo Acusado ao investidor E.T.B. possui as características de um instrumento financeiro derivativo e, portanto, de valor mobiliário (Lei nº 6.385/76, art. 2º, inciso VIII). Consequentemente, tratando-se de oferta de valor mobiliário, não restam dúvidas quanto à competência desta Autarquia para atuar no caso, nos termos do art. 9º, §1º, incisos III e IV, da Lei nº 6.385/76<sup>18</sup>.

### III. MATERIALIDADE E AUTORIA

---

<sup>16</sup> Documento de Informações Essenciais, este documento é mencionado na Instrução CVM nº 569/2015, que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de Certificado de Operações Estruturadas - COE realizada com dispensa de registro.

<sup>17</sup> Como será demonstrado, em item 35 deste voto, todas as evidências levam a crer se tratar de uma fraude, como já suscitado pela área técnica da CVM e julgado pela 3ª Vara Federal, nos autos da ação penal nº 5019646-09.2018.4.02.5101.

<sup>18</sup> Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:  
(...) § 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá:  
(...) III - divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado;  
IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.



## 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)

25. A Acusação<sup>19</sup> sustenta que “*os elementos apurados deixam clara a existência de autoria e materialidade com relação à atuação do acusado como se fosse integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, apesar de não deter qualquer autorização da CVM*”.

26. O Acusado, por outro lado, alegou em sua defesa que “*trata-se de ilícito impossível, eis que, por não se tratar de instituição financeira, não pode emitir COE ou derivativo, atendo-se a celebrar com pessoas específicas mútuo, por meio do qual se financiava*”.<sup>20</sup>

27. Uma vez não restar dúvida sobre a caracterização do instrumento contratual e a competência da CVM para apreciar o presente caso em razão do seu objeto, resta verificar se o Acusado cometeu infração ao art. 16, inciso I, da Lei nº 6.385/1976:

Art. 16. Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades:

I - Distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I)

28. A mera ausência de registro na CVM ou no próprio Banco Central do Brasil não impede que uma pessoa ou entidade distribua, de fato, valores mobiliários, caso em que a distribuição existirá, mas será feita de forma irregular, conforme entendimento já firmado por esta Autarquia<sup>21</sup>. Cumpre, portanto, verificar se estão presentes os requisitos necessários para a caracterização do exercício irregular da atividade de distribuição de emissão ou intermediação no mercado de valores mobiliários.

29. A meu ver, não foram trazidos aos autos provas ou evidências suficientes para demonstrar que as atividades desenvolvidas pelo Acusado preenchem os elementos jurídicos necessários à referida tipificação legal, isto é, em relação ao exercício profissional da atividade irregular em mercado regulamentado pela CVM, conforme detalhado a seguir.

30. Como se viu, o Termo de Acusação foi instaurado a partir de consulta realizada junto à GOI-2, no dia 02.03.2017, por investidor que desconfiou de “uma possível fraude” ao receber de

---

<sup>19</sup> Doc. SEI 0538535.

<sup>20</sup> Doc. SEI 0565680, p. 7.

<sup>21</sup> Sobre a possibilidade de participantes do mercado de fato, conforme PAS 19957.0002382019-82, Diretor Relator Marcelo Barbosa, j. 08.12.2020: “*a ausência de registro na CVM e de CNAE específico de instituição financeira e de distribuição de valores mobiliários no objeto social de determinada sociedade não impede que tal entidade distribua, de fato, valores mobiliários*”. No referido PAS, a CVM entendeu que houve efetiva distribuição de valores mobiliários, na medida em que a oferta ali analisada se dava, principalmente, por meio da internet do chamado “marketing de rede”, em que os investimentos eram realizados mediante o aporte de dinheiro, por meio de Transferência Eletrônica Disponível – TED, na conta corrente de diferentes pessoas naturais e jurídicas, sendo certo que as aplicações ocorriam por meio de instituições financeiras internacionais.





## 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)

Guilherme um arquivo com uma oferta de Certificados de Operações Estruturadas - COEs<sup>22</sup>. Posteriormente, foi anexado ao presente processo cópia de denúncia<sup>23</sup> de M.R.F., de 07.04.2018, na qual a investidora alegou que efetivamente transferiu dinheiro para o Acusado.

31. Na denúncia complementar, consta que o instrumento apresentado pelo Acusado à investidora indicou como emissor a sociedade “Investir em VC Consultoria”<sup>24</sup>. No entanto, não foi possível identificar qualquer evidência que demonstrasse a efetiva existência de tal sociedade. Ao consultar o site “[www.investiremvc.com.br](http://www.investiremvc.com.br)”<sup>25</sup>, registrado em nome do Acusado<sup>26</sup>, a SMI constatou que o referido site não tem conteúdo, situação esta que não se alterou até a presente data.

32. Não há qualquer prova de que os recursos pretensamente obtidos entraram ou entrariam efetivamente no mercado de valores mobiliários ou permitiram um investimento.

33. Entendo que, apesar dos melhores esforços da área técnica desta Autarquia para reunir as provas disponíveis, o conjunto probatório juntado nesse processo é insuficiente para caracterizar atividade profissional de distribuição de emissão ou intermediação pelo Acusado, nem mesmo no mercado de balcão.

34. Conforme se verifica nas provas juntadas neste processo, apenas dois investidores teriam sido contatados pelo Acusado, sendo certo que um deles desconfiou previamente da possibilidade de fraude. Ademais, no site “[www.investiremvc.com.br](http://www.investiremvc.com.br)”, não foi possível verificar a existência de um formulário ou maiores informações sobre o produto oferecido. Não foi estabelecido um vínculo entre a conduta do Acusado e a atividade de distribuição no sistema de valores mobiliários, assim definido pelo art. 15 da Lei nº 6.385/1976.

35. Com efeito, há diversos indícios de fraude, tendo o Acusado fornecido informações falsas a possíveis investidores, tais como: possuir certificado de planejador financeiro; que a operação do COE estaria sendo estruturada junto ao “Private do Itaú”; que trabalhou no segmento Private daquele banco; que o documento fora elaborado com base nas melhores práticas da ANBIMA; e que se tratava de oferta dispensada de registro na CVM, na forma da ICVM nº 569/2015.<sup>27</sup>

---

<sup>22</sup> Doc. SEI 0459298.

<sup>23</sup> Doc. SEI 0511893.

<sup>24</sup> Doc. SEI 0511897.

<sup>25</sup> Doc. SEI 0511902.

<sup>26</sup> Doc. SEI 0534625.

<sup>27</sup> Conforme já apontado no Relatório, o Acusado foi efetivamente condenado em sentença proferida pela 3ª Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro, nos autos da ação penal nº 5019646-09.2018.4.02.5101 movida pelo MPF contra o Acusado, que condenou Guilherme pelo crime de “Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários (...) sem autorização prévia da autoridade competente, quando legalmente exigida” (Lei nº 7.492/86, art. 7º, inciso IV). Doc. SEI 1068969.



## 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)

36. Aliás, como mencionado acima, a sociedade que o Acusado indicou como emissora do COE (GRG Invest Gestora Patrimonial), sequer existia, não podendo se falar em emissão de COE por uma instituição financeira.

37. No entanto, ainda que o Acusado possa ter atuado de modo fraudulento, entendo que não há configuração de infração ao art. 16, inciso I, da Lei nº 6.385/76, pois não restou comprovado nesse processo que o Acusado efetivamente atuou profissionalmente na distribuição de emissão ou como intermediário de mercado de valores mobiliários.

### IV. CONCLUSÃO

38. Ante o exposto, voto pela absolvição do Acusado em relação à imputação de infração ao art. 16, inciso I, da Lei nº 6.385/1976.

É como voto.

Rio de Janeiro, 22 de fevereiro de 2022.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo  
Diretor Relator