



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.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.001621/2020-91

Reg. Col. 2009/20

Acusados: Basement Soluções de Captação e Registro Ltda.
Frederico Plass Rizzo
Tergos S.A.
Marcelo Victor Pires de Sousa

Assunto: Alegada atuação irregular no âmbito de ofertas públicas, distribuídas por plataforma eletrônica de investimento participativo, de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, em infração ao art. 3º, I; art. 4º, p. ú., III; art. 5º, III e §2º; art. 11, §2º, IV; art. 19, III, “e”; art. 19, V; art. 28, XVI; alínea “c” do Anexo 8 da Seção 6, todos da Instrução CVM nº 588/2017; e ao Item I c/c Item II, “a”, da Instrução CVM nº 8/1979.

Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE” ou “Acusação”) para apurar a responsabilidade de Basement Soluções de Captação e Registro Ltda. (“Basement” ou “Plataforma”) e de seu diretor responsável, Frederico Plass Rizzo (“Frederico Rizzo”), bem como de Tergos S.A. (“Tergos” ou “Emissora”) e de seu diretor, Marcelo Victor Pires de Sousa (“Marcelo de Sousa” e, em conjunto com os demais, “Acusados”), por alegadas irregularidades em ofertas públicas (“Ofertas”) de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte (“SEPP”), distribuídas pela referida plataforma eletrônica de investimento participativo, em infração ao disposto: (i) no art. 3º, inciso I; no art. 4º, parágrafo único, inciso III; no art. 5º, inciso III; art. 5º, §2º; no art. 11, §2º, inciso IV; no art. 19, inciso III, alínea “e”; no art. 19, inciso V; no art. 28, inciso XVI; na alínea “c” do Anexo 8 da Seção 6, todos da Instrução CVM (“ICVM”) nº 588, de 13.07.2017, então vigente¹; e (ii) no item I c/c item II, alínea “a”, da ICVM nº 8/1979, à época em vigor.

2. O PAS de Origem² (nº 19957.010145/2019-66) foi instaurado pela SRE em 01.11.2019, para a inspecionar ofertas distribuídas por Basement, autorizada pela CVM nos termos do Ato Declaratório nº 16.170, de 20.03.2018.

¹ A ICVM nº 588/2017 foi revogada pela Resolução CVM nº 88, de 27.04.2022, que passou então a dispor sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo.

² 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”).



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.gov.br/cvm

3. Por não haver questões suscitadas como preliminares, passo à análise do mérito do caso.

II. MÉRITO

4. Início a análise de mérito das acusações formuladas em face da Plataforma e seu diretor responsável, que, para maior clareza, sintetizo abaixo, valendo-me da divisão, sequência e termos definidos adotados pela SRE no Termo de Acusação (“TA”):

- a. inobservância, em 3 (três) Ofertas, do **prazo máximo de captação** de 180 dias, fixado pelo art. 3º, inciso I, da ICVM nº 588/2017 (“Descumprimento 1”);
- b. falhas na obtenção de **declaração de alguns investidores** relativas ao montante investido em ofertas públicas realizadas por meio de plataformas de *crowdfunding*, exigidas pelo art. 4º, parágrafo único, inciso III, da ICVM nº 588/2017 (“Descumprimento 2”);
- c. não observância do **valor alvo mínimo de captação** em uma dada Oferta, descumprindo o art. 5º, inciso III, da ICVM nº 588/2017 (“Descumprimento 3”);
- d. ausência das informações de **data de transferência de recursos** de investidores para a Emissora, violando o art. 19, III, “e”, da ICVM nº 588/2017 (“Descumprimento 4”);
- e. indevida consolidação em oferta pública de certos investimentos realizados por meio de **oferta privada**, descumprindo a vedação contida no art. 28, inciso XVI, da ICVM nº 588/2017, deixando ainda de divulgar a potenciais investidores a existência desses investimentos como previsto na alínea “c” do Anexo 8 da Seção 6 da ICVM nº 588/2017 (“Descumprimento 5”);
- f. antecipação do **depósito na conta corrente do emissor**, em desacordo com o art. 5º, §2º, da ICVM nº 588/2017, com concomitante falha em **informações essenciais da Oferta**, descumprindo o art. 11, §2º, inciso IV, e a alínea “c” do Anexo 8 da Seção 6, ambos da ICVM nº 588/2017, condutas que teriam gerado condições artificiais de demanda, vedada nos termos do item I c/c item II, “a”, da ICVM nº 8/1979 (“Descumprimento 6”); e
- g. omissão diante da **constatação de irregularidades de Oferta** que justificariam sua suspensão e comunicação à CVM, conforme o art. 19, inciso V, da ICVM nº 588/2017 (“Descumprimento 7”).

5. Após a análise das condutas relativas a Plataforma e seu diretor responsável, passarei ao exame das alegadas infrações imputadas a Tergos, sociedade empresária de pequeno porte, e seu diretor, ambos acusados por infração ao item I c/c item II, alínea “a”, da ICVM nº 8/1979, bem como ao art. 5º, §2º, da ICVM nº 588/2017, definida como infração grave nos termos do art. 46 da mesma Instrução, e ao art. 11, §2º, inciso IV, da ICVM nº 588/2017, por certas irregularidades que teriam decorrido do Descumprimento 6, acima referido.

6. Considerando que se trata de segmento de desenvolvimento mais recente, inexistindo precedentes de PAS envolvendo plataformas eletrônicas de investimento participativo (as também chamadas “plataformas de *crowdfunding*”), vale pontuar certas especificidades da abordagem



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.gov.br/cvm

regulatória adotada pela CVM quanto a esses novos participantes do mercado de valores mobiliários. Evidentemente, não cabe balizar seu respectivo regime diferenciado de deveres e obrigações pelo que se aplica aos intermediários em geral e às companhias abertas, por exemplo.

II.1 A responsabilidade da plataforma de investimento participativo

Ofertas Públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão de SEPP com dispensa de registro por meio de Plataformas de *Crowdfunding* – breves considerações iniciais.

7. A proposição de um regime específico e simplificado para as ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte decorreu de um modelo regulatório inovador, baseado na experiência e observação, com nítido favorecimento da inovação financeira, que pudesse facilitar o acesso de empresas de menor porte ao mercado de valores mobiliários brasileiro, reduzindo custos para a distribuição de valores mobiliários emitidos por microempresas (“MEs”) e empresas de pequeno porte (“EPPs”).

8. Isso num contexto em que surgiam, em diversas jurisdições, plataformas eletrônicas de *crowdfunding*, em que a CVM se deparou com a questão de decidir a estratégia regulatória mais adequada para esse novo fenômeno, que estava sendo introduzido, de forma acelerada e quase simultânea, em diferentes mercados. Tratou-se, assim, de definir o desenho regulatório mais adequado, resultante de escolhas sobre o momento, as razões e a extensão da regulação dessas novas tecnologias³, equilibrando, de forma sistêmica, os objetivos de facilitar a inovação, preservar a segurança jurídica e proteger os investidores.

9. No caso das plataformas eletrônicas de investimento participativo, a Autarquia adotou esse modelo em etapas, inicialmente admitindo tais operações em seu perímetro regulatório combinando um regime de dispensa de registro, dentro de limites estritos, e um amplo processo de diálogo e monitoramento da evolução desse mercado perante seus participantes. Permitiu-se que tal inovação potencialmente disruptiva pudesse ser desenvolvida no Brasil, sem sufocar o nascimento de um novo segmento de mercado com exigências regulatórias prematuras e aproveitar esse período para colher subsídios para delineamento futuro de eventual regime diferenciado para realização dessas ofertas.

10. Dessa forma, o setor deu os primeiros passos no País ao abrigo da dispensa automática de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários prevista no art. 5º, inciso III, da ICVM

³ O momento de regular é especialmente desafiador, pois uma regulação específica pode ser prematura, se introduzida em um momento em que não se detenha, ainda, um nível de conhecimento apropriado sobre a nova tecnologia, enquanto sua introdução após o mercado já estar completamente estabelecido pode enfrentar resistências e dificuldades (o dilema de Collingridge), conforme pontuado por Baptista, P., & Keller, C. I. (2016). Por que, quando e como regular as novas tecnologias? Os desafios trazidos pelas inovações disruptivas. *Revista De Direito Administrativo*, 273, pp. 123–163.



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.gov.br/cvm

nº 400/2003 para emissões de MEs e de EPPs, como definidas em lei⁴. A dispensa passou a valer para captações até o montante de R\$ 2.400.000,00, em cada doze meses, limite inserido pela ICVM nº 482/2010. Para além das considerações de política regulatória, a norma atendia ao disposto no art. 179 da Constituição Federal, ao instituir regime jurídico diferenciado para ME e EPP, no caso, simplificando suas obrigações administrativas quando decidissem distribuir seus valores mobiliários perante o público investidor.

11. Esse modelo inovador permitiu um intenso período de experiência e observação, com aprendizados que foram considerados para a instituição de um regime regulatório diferenciado para as ofertas públicas, por meio das plataformas de *crowdfunding*, ao amparo da ICVM nº 588/2017. Equilibrando os interesses públicos e privados envolvidos, a norma reduziu consideravelmente os custos de emissão em comparação com os regimes existentes, inclusive com a dispensa dúplica de registros (da oferta de valores mobiliários e de seu emissor) e a inexistência de um intermediário tradicional, admitindo-se o registro das referidas plataformas. Tais escolhas regulatórias puderam contar, também, com os valiosos subsídios trazidos pela respectiva audiência pública promovida pela CVM com vistas à edição da ICVM nº 588/2017.

12. Assim, passou-se a contar com um regime bastante simplificado em relação ao então vigente para as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários em geral (da ICVM nº 400/2003, então vigente⁵) e mesmo aquelas que envolviam esforços restritos (da ICVM nº 476/2009, também em vigor à época), essas últimas, dispensando o registro previsto no art. 19 da Lei nº 6.385/1976 e a análise prévia pela CVM, considerando suas características de inexistência de esforços amplos de distribuição e público-alvo específico.

13. A solução então escolhida pela Autarquia guardou semelhanças com a adotada no que tange à ICVM nº 476/2009, bem como em outras normas, com a instituição de um *gatekeeper*⁶ com responsabilidades de cumprimento de deveres e obrigações – as plataformas de investimento – ainda que num regime mais simplificado do que o dos intermediários, mas sempre em prol da integridade

⁴ Para um excelente apanhado da evolução, v. Neto, Carlos Martins. “*O Financiamento de Empreendimentos por meio de Equity Crowdfunding no Brasil: Passado, Presente e Futuro*”, in *Crowdfunding de Investimento e Financiamento de Startups*: Atualizado de acordo com a Resolução CVM nº 88/2022. São Paulo: Quartier Latin, 2022, pp. 91-114

⁵ Tanto a ICVM nº 400/2003 quanto a ICVM nº 476/2009 foram revogadas e substituídas pela Resolução CVM nº 160, 13.07.2022, que se tornou a regra geral sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados.

⁶ Como bem destacam Caio Brandão e Felipe Hanszmann: “*Além de representarem o elo de ligação entre investidores e empresas, as plataformas funcionam como gatekeepers, assumindo uma série de deveres para o bom funcionamento do mercado, em especial quanto à divulgação de informações essenciais referentes à oferta e ao ofertante*” (“*Aspectos Práticos do Credenciamento das Plataformas Eletrônicas de Investimento Participativo*”, in *Crowdfunding de Investimento e Financiamento de Startups*: Atualizado de acordo com a Resolução CVM nº 88/2022. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 276).



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.gov.br/cvm

da Oferta⁷, qualquer que seja o seu valor, e do próprio mercado de valores mobiliários.

14. Diante da ausência de precedentes específicos de julgamento em processos sancionadores envolvendo tais plataformas e considerando que a regulação as erigiu como *gatekeepers* em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, vale destacar o voto do Presidente Relator João Pedro Nascimento no PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, julgado em 28.02.2023, que aponta com propriedade para certos papéis de um intermediário que são, a meu ver, plenamente aplicáveis à atuação desse novo participante de mercado, ainda que com as devidas adaptações:

“169. Em uma oferta pública, as informações prestadas pelo ofertante são o principal meio à disposição dos investidores para a tomada de decisão de investimento.

170. Dentre os prestadores de serviços contratados na oferta, o intermediário líder é o **gatekeeper** a quem a **regulação atribui a importante função de assegurar a veracidade e correção dessas informações.**

171. Nessa linha, o art. 11, I, da então vigente ICVM 476 prevê que cabe ao intermediário “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”.

172. Embora o dispositivo tenha uma redação aberta e a sua aplicação concreta não tenha sido objeto de discussão no âmbito de processo administrativo sancionador, o artigo **é bastante claro quanto ao padrão de condutas esperado dos intermediários.**

173. À semelhança das obrigações impostas pela regulamentação a outros participantes de mercado, o art. 11, I, da ICVM 476 exige dos intermediários a adoção de um padrão de diligência ao examinar as informações entregues pelo ofertante.

174. A doutrina especializada ensina que o intermediário deve atuar com **elevado padrão de diligência e empregar os seus melhores esforços para garantir que as informações prestadas sejam verdadeiras, consistentes e suficientes.** (grifos adotados)

15. Preocupações similares, como com a qualidade das informações disponíveis acerca das SEPPs e dos valores mobiliários de sua emissão, ainda mais importante em razão da dispensa de registros de emissor e de sua Oferta na nova regulação de *crowdfunding*, levaram a CVM a optar por uma regulação de investimentos participativos que dispusesse de um *gatekeeper* adequado ao novo segmento. Daí, como registra o respectivo edital de audiência pública, a opção pelas plataformas com modelo de negócios abrangendo atividades de aproximação de emissores e investidores, de

⁷ “A manutenção da exigência de contratação de instituições intermediárias justifica-se em razão da maior parte das obrigações previstas na Instrução CVM 476/2009, incluindo divulgação de informações, verificação de adequação do perfil do investidor ao risco de investimento, guarda de registros de contatos com investidores e arquivos relacionados à oferta, fiscalização e monitoramento de regras de proibição de negociação em mercado secundário, ser imposta às instituições intermediárias, que atuam como verdadeiros *gatekeepers* ao lado da CVM” (FERREIRA, Tiago Molina. Oferta pública de distribuição de valores mobiliários: o regime de registro obrigatório e hipóteses de dispensa. 409 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018, pp. 242-243.



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.gov.br/cvm

divulgação de informações acerca da empresa emissora e da oferta (inclusive após a sua conclusão) e de intermediação do negócio por meios digitais.

16. Como deixou claro o referido edital da audiência pública, *“as funções desempenhadas pelas plataformas nas ofertas de investment-based crowdfunding são características da atuação dos participantes do sistema de distribuição de valores mobiliários”*, de modo que a Autarquia entendeu *“necessário que esse participante cumpra o papel de gatekeeper, assumindo um conjunto de responsabilidades perante os investidores e a CVM. Essa função é de grande relevância, posto que as ofertas serão conduzidas em regime de dispensa automática de registro e, portanto, não haverá qualquer apreciação prévia por parte das áreas técnicas da CVM”*⁸.

17. Diante dessa abordagem regulatória, a regulação *in concreto*, ao prever o papel do *gatekeeper* como essencial, passou a exigir o seu registro na CVM. Ainda que com proporcionalidade, parametrizada no patamar usualmente captado por meio de *crowdfunding* de investimento, a Autarquia então editou a ICVM n° 588/2017, introduzindo obrigações mínimas para assegurar, entre outros elementos, que os administradores fossem idôneos e que a empresa dispusesse de capacidade tecnológica, financeira e de recursos humanos, adequados ao desenvolvimento de suas atividades.

18. O objetivo foi admitir um novo tipo de agente econômico regulado, no âmbito do mercado de capitais, capaz de desenvolver suas atividades de menor risco econômico, mas mantendo sistemas adequados e controles internos necessários ao cumprimento das obrigações regulatórias. Ao mesmo tempo, também considerando a menor complexidade dos emissores no *crowdfunding*, a mitigar eventual receio de que pudessem representar tarefa incompatível com a estrutura das plataformas as diligências necessárias para assegurar que as informações prestadas no âmbito da Oferta pela SEPP sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes.

19. Como bem descrito no relatório da referida audiência pública, a CVM não buscava um modelo em que as plataformas operassem como meros murais de anúncios de ofertas, sem qualquer responsabilidade, sem dever de proteger os investidores e desobrigadas de impedir fraudes e solicitações indevidas. Seguindo a maioria dos modelos estrangeiros, almejou-se um desenho em que a plataforma adotasse as cautelas necessárias para conhecer e selecionar os empreendedores que desejam ofertar em seu ambiente. Trata-se, é claro, de obrigação de meio, sendo necessário que sejam adotadas as diligências necessárias para tanto, mas que não implicam em garantia de resultado.

20. Essas considerações iniciais mostram-se necessárias para evidenciar que, embora sociedades que operam as plataformas sejam, em geral, empresas também de pequeno porte, essa condição não as exime de observar o dever de diligenciar pelo cumprimento da regulação aplicável a tais ofertas.

⁸ Conforme descrito no Edital de Audiência Pública SDM n° 06/16.



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.gov.br/cvm

Evidentemente, o fato dessa sociedade prestar serviço de intermediação a sociedades empresárias de pequeno porte não aproxima as responsabilidades de cada uma apenas em razão do porte, pois a plataforma tem registro na CVM, prevalecendo um regime especial de sujeição.

21. Não se quer com isso refutar que características de cada caso concreto devam ser consideradas pela CVM, mas sim destacar que a situação jurídica da plataforma e a do emissor são significativamente diferentes, não podendo, o porte do empreendimento, induzir raciocínios que façam equiparar as condutas, se irregulares. Com efeito, o papel de *gatekeeper* é essencial para o sucesso desse mercado, pois sua atuação diligente contribui para fortalecer a confiança dos investidores no mercado ainda nascente de investimento participativo.

22. Não obstante, é necessário, também, devidamente matizar o acima exposto para inserir, no contexto da análise, a consideração de que a doutrina tradicional aponta o *gatekeeper* como um agente que, por atuar de forma repetitiva, constrói uma capacidade institucional que é, aos poucos, aprimorada pela experiência adquirida no exercício de suas atividades econômicas, daí também gerando sua reputação, pela qual, certamente, procura zelar. Cite-se, nesse particular, doutrina tradicional no mercado norte-americano, que em muito influenciou o modelo adotado no País:

“Inherently, they are repeat players who provide certification or verification services to investors, vouching for someone else who has a greater incentive than they to deceive. Thus, a second and superior definition of the gatekeeper is an agent who acts as a reputational intermediary to assure investors as to the quality of the ‘signal’ sent by the corporate issuer. The reputational intermediary does so by lending or ‘pledging’ its reputational capital to the corporation, thus enabling investors or the market to rely on the corporation’s own disclosures or assurances where they otherwise might not”⁹.

23. Ocorre que, em um segmento de mercado em estágio inicial de desenvolvimento, como o regulado pela ICVM nº 588/2017 na época dos fatos sob investigação, a experiência acumulada do “*repeat player*” ainda não existia. Com efeito, mesmo em outras situações, como a introdução de um novo regime regulatório para determinado setor, é comum que a CVM, por um período inicial, adote postura preponderantemente educacional e preventiva, dentro dos limites que a lei e a regulação a autorizam e quando não se trata de fraude, e menos sancionadora, até que a implementação da nova norma seja plenamente compreendida, à luz da experiência, pela maioria dos participantes de mercado e não apenas sob uma perspectiva teórica.

24. Nessa linha, ressalto o papel central da plataforma de *crowdfunding* para o desenvolvimento desse mercado com segurança jurídica e proteção dos investidores, mas não posso deixar de registrar, de um lado, que essa realidade não deve resultar na importação automática dos mesmos parâmetros

⁹ COFFEE Jr., John C. Gatekeepers: The Role of the Professions and Corporate Governance (Clarendon Lectures in Management Studies). Edição do Kindle.



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.gov.br/cvm

para um eventual juízo de reprovabilidade que seriam utilizados em face de um intermediário tradicional que descumprisse suas obrigações de *gatekeeper*. Por outro lado, também há que se refutar considerações que, ao argumento do pequeno porte do empreendimento ou do tamanho da Oferta, possam minimizar falhas sérias no cumprimento de deveres que já foram definidos, de forma simplificada, com a devida consideração a essas mesmas condições.

25. Passo, assim, à análise das imputações feitas aos Acusados, iniciando pela Plataforma.

II.2 Das infrações à ICVM nº 588/2017 de menor potencial ofensivo

26. Segundo expressamente reconhecido pela Acusação no próprio TA, algumas das infrações apontadas na peça acusatória apresentavam baixa expressividade quanto ao grau de lesão a bens jurídicos tutelados pela ICVM nº 588/2017, o que, na visão da SRE, permitiria que o TA fosse substituído por outros instrumentos de supervisão, como autoriza o art. 4º, I, da ICVM nº 607/2019. Todavia, mesmo não enxergando “*justa causa para a apresentação de termo de acusação*”¹⁰ em relação aos Descumprimentos 1, 2 e 3, após análise a partir dos parâmetros do art. 4º, §1º, da ICVM nº 607/2019, a SRE, “*tendo em vista a necessidade da abertura de Processo Administrativo Sancionador para as demais irregularidades*”, optou por incluir também tais infrações neste PAS.

27. Nesse ponto, a defesa apontou que essa medida representaria um “*mau uso do processo sancionador*”, por se tratar de questões pontuais, incapazes de comprovar falhas efetivas nos controles e procedimentos internos da Plataforma, tendo aduzido, ainda, considerações sobre o pequeno tamanho da amostragem colhida e o baixo número de ocorrências detectadas pela fiscalização. Citou precedentes do Colegiado em que tais considerações foram determinantes para a absolvição, invocando, ainda, a aplicação do princípio da insignificância a tais infrações.

28. Sobre as considerações de que a amostragem foi pequena, é fato que a supervisão selecionou apenas 3 (três) Ofertas dentre as 46 listadas pela Plataforma. Mesmo sem entrar na questão do critério adotado para definição do tamanho da amostragem, cabe pontuar que o grupo selecionado representa aproximadamente 10% das 35 ofertas bem-sucedidas¹¹ realizadas no período, incluindo operações com patamares variados de subscritores e valores subscritos¹². Desse modo, não vislumbro elementos

¹⁰ Item 5 do TA (Doc. 0950178).

¹¹ Como pode ser identificado na Tabela "Relação de Ofertas - Basement", constante do TA (doc. 0950178), 11 (onze) ofertas foram canceladas ou não tiveram êxito, de modo que apenas 35 (trinta e cinco) foram bem-sucedidas.

¹² As três Ofertas selecionadas pela SRE abrangem operações que compõem um espectro de operações que englobam a realizada por CMCE, que alcançou o maior número de subscritores (650), e por Tergos, esta última com um menor patamar de investidores que a subscreveram (apenas 59), incluindo uma oferta que ficou no patamar médio entre esses dois extremos. No que se refere ao valor total subscrito, os casos também abrangem, no pequeno universo de 35 ofertas concluídas com êxito, valores subscritos mais elevados, em um patamar imediatamente inferior ao máximo alcançado no período (R\$ 5.000.000,00).



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.gov.br/cvm

para, *a priori*, fazer um juízo negativo da amostragem em si para poder inferir o estado dos controles e procedimentos internos do agente, mas entendo que essa é uma questão a ser analisada no mérito.

29. Outra questão relevante, nessa análise inicial, está pontuada pela defesa da Plataforma e de seu diretor responsável de que haveria um “*mau uso do processo sancionador no presente caso*”, em face de a Acusação ter reconhecido a falta de justa causa para formular uma acusação quanto a essas infrações que reconheceu como sendo de menor expressividade e que, todavia, não foram substituídas por medidas alternativas de supervisão, pois também foram encontradas outras faltas, potencialmente graves, ao ver da SRE, tornando forçosa a instauração de PAS, que, assim, passou a englobar todo o conjunto de elementos colhidos pela fiscalização.

30. A propósito, deve ser destacada a atuação pioneira da CVM em reconhecer a existência de justa causa como pressuposto para a instauração de qualquer procedimento de natureza sancionadora, regra inserida na regulação do mercado de valores mobiliários por meio da Deliberação CVM nº 542, de 09.07.2008, no contexto da implementação do SBR previsto pela Resolução CMN nº 3.427, de 22.12.2006. Consoante previsto, as superintendências poderiam optar por alertar as pessoas físicas ou jurídicas envolvidas em potenciais irregularidades detectadas para, em prazo razoável, corrigir a questão, providência que, uma vez adotada pelo participante de mercado, permitiria o arquivamento do processo administrativo.

31. Posteriormente, a redação que a Lei nº 13.506/2017 deu ao art. 9º, §4º, da Lei nº 6.385/1976, passou a permitir expressamente à CVM, em certos casos, “*deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos*”. A ICVM nº 607/2019 regulou, então, o tema, fortalecendo, de um lado, a tradicional divisão institucional de atribuições na Autarquia, segundo a qual compete às áreas técnicas o exercício da função acusatória e, ao Colegiado, a função de julgar as infrações imputadas aos acusados, e, por outro lado, estabelecendo parâmetros para que essa avaliação da relevância da conduta ou da expressividade da ameaça ou lesão ao bem jurídico pudesse ser empreendida pelas superintendências, a partir de uma diretriz unificada e segundo os critérios de razoabilidade e proporcionalidade definidos.

32. Foram então restringidas as hipóteses de recurso da decisão técnica de não abrir processo administrativo sancionador e, mesmo quando recebido e deferido, a decisão recursal não determina, automaticamente, a instauração de PAS, mas devolve a questão à área técnica para que complemente fundamentação ou reveja sua decisão diante das circunstâncias de fato, de posicionamento prevalente do Colegiado no tema sob análise ou de nova orientação.

33. Com efeito, há muitos precedentes do Colegiado em recursos contra decisão de



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.gov.br/cvm

superintendente de não prosseguir na apuração de potenciais irregularidades ou de não buscar a responsabilização dos envolvidos, por falta de justa causa, em que a decisão técnica foi mantida.

34. O caso ora sob exame, no entanto, vai no sentido inverso, pois as alegadas infrações foram incluídas no TA, ainda que por razões talvez mais procedimentais do que em decorrência da gravidade de uma ou outra conduta vista isoladamente. Nesse sentido, entendo que diante de um conjunto de constatações que envolvam infrações em um amplo espectro de potencial reprovabilidade, das mais graves àquelas mais leves, reunir todos os elementos colhidos no mesmo PAS permite que o julgador possa dispor, em sua análise, de todos os elementos de prova colhidos e favorecendo uma visão mais abrangente do que ocorreu, inclusive com informações que podem, ao final, ser favoráveis aos acusados. O fatiamento das conclusões de uma inspeção separando fatos conectados segundo a gravidade teórica de apenas um deles pode, em alguns casos, resultar na perda de informações e indícios que sejam importantes para uma decisão bem informada.

35. Portanto, embora compreenda as considerações formuladas pela defesa de potencial mau uso do processo sancionador e a potencial aplicação, ao caso, de precedentes do Colegiado em casos de descumprimento de normas de caráter instrumental, ainda que relacionadas a controles e procedimentos internos relativos a outras categorias de participantes do mercado, não entendo que seja imperioso à área técnica fazer um fatiamento das suas conclusões, especialmente quando as infrações estiverem potencialmente relacionadas a causas subjacentes, como, por exemplo, falhas em sistemas e controles internos, o que, todavia, não é o caso das imputações feitas neste PAS.

36. De todo modo, importa frisar que, a meu ver, as superintendências não estão impedidas, *a priori*, de incluir elementos fáticos relacionados a diferentes ocorrências identificadas em uma fiscalização, ainda que reunindo potenciais infrações de diferentes graus de lesão ou ameaça a bem jurídicos tutelados pela CVM.

37. Com efeito, ao trazer tais elementos do conjunto probatório reunido durante a instrução processual, ao invés de optar por excluir o relato de tais fatos e respectivas imputações em tese, tem-se, pelo menos no caso sob exame, que envolve infrações sobre um segmento de desenvolvimento recente, acesso a um panorama mais completo da situação fática encontrada na Plataforma pela fiscalização, qualquer que seja o impacto dessas considerações no julgamento, analisando essas três infrações em conjunto com o restante. Observando-se, ainda, que isso não significa dizer que, no julgamento de mérito, o Colegiado não possa, inclusive, vir a reconhecer a ausência de materialidade delitiva a ensejar a aplicação de penalidades.

38. Assim, entendo que, formuladas as acusações, a apreciação de todo o conjunto fático-probatório e potenciais infrações foi submetido à apreciação do Colegiado e deve ser examinado.



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.gov.br/cvm

39. Iniciando pelo alegado Descumprimento 1, acerca da inobservância do prazo de máximo de captação de 180 dias, estabelecido pelo art. 3º, I, da ICVM nº 588/2017, destaco que a Acusação pôde facilmente identificar as falhas a partir da própria planilha¹³ fornecida pela Plataforma, tendo sido bastante cotejar as datas de início e de fim. Isso pode explicar o fato de ter sido incluída uma quarta Oferta, na análise, pois a detecção da falha foi trivial, sem maior aprofundamento.

40. Desse modo, sem um aprofundamento investigativo para identificar as razões dos atrasos observados, os autos carecem de elementos que permitam, por exemplo, suscitar outras hipóteses explicativas para além de mero erro operacional. Nesse quadro, concordo com o constatado quanto a que tais falhas, isoladamente, não ofereciam justa causa para uma imputação, ainda que não fossem propriamente insignificantes como suscita a defesa, uma vez que relativas a 6,5% das Ofertas. Todavia, conjugado ao fato de terem ocorrido por poucos dias e, repise-se, na falta de informações sobre o que deu causa a tais atrasos, concluo que, de todo modo, não representam materialidade delitiva a ensejar aplicação de penalidade administrativa.

41. No que diz respeito ao Descumprimento 2, pertinente à não obtenção de declarações de três investidores, à luz do disposto no art. 4º, p. ú., inciso III, da ICVM nº 588/2017, também chego à mesma conclusão quanto à ausência de materialidade delitiva a amparar aplicação de penalidade aos acusados, porém, com uma ressalva importante. Nesse ponto, a meu ver, restou esclarecido, pelas razões apresentadas pela própria Plataforma, em resposta dada ainda ao tempo da inspeção, que a causa não era meramente circunstancial, mas sim sistêmica, como detalharei abaixo.

42. De todo modo, ressalto, desde já, que a SRE, mesmo ciente da referida explicação, não formulou acusação por falha sistêmica nos controles internos. Pelo contrário, referiu-se expressamente aos três investidores como fundamento para a capitulação dada e, mais ainda, inseriu tal irregularidade no rol daquelas que reputou não ensejadoras, isoladamente, de justa causa. Assim, há que se considerar aqui os termos em que formulada a acusação e dos quais os acusados tiveram a oportunidade de se defender, não cabendo inaugurar, por oportunidade deste julgamento, com uma nova tese acusatória a respeito das alegadas condutas.

43. Não deixo de reconhecer, contudo, que a obrigação de que se trata não tem cunho meramente formal, mas reflete exigência procedimental fundamental para assegurar a concretização das escolhas regulatórias feitas para proteger investidores de varejo que ingressariam em um mercado de aplicações de alto risco.

44. A breve análise das discussões sobre o tema travadas no âmbito da já referida audiência pública retrata as razões pelas quais caberia aferir se seria (ou não) descumprimento pontual.

¹³ Doc. 0950176, pág. 2.



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.gov.br/cvm

45. A questão de se definir limites individuais para essas aplicações, a cada doze meses, foi alvo de intensos debates durante a Audiência Pública SDM nº 06/16. À época, a Autarquia optou por permitir o acesso de investidores de varejo a esses investimentos de alto risco e baixa liquidez, mas contrabalançou essa medida com uma postura conservadora em relação ao montante que poderia ser investido a cada 12 (doze) meses¹⁴. Note-se que esses limites foram considerados “regra de ouro” para o sucesso da abordagem regulatória adotada:

“A CVM respeitou a natureza do produto e não restringiu um valor mobiliário de uma sociedade empresária de pequeno porte, sem liquidez, a investidores qualificados. Contudo, o estabelecimento de limites individuais de investimento é uma regra de ouro para permitir essa flexibilização de inclusão de investidores não considerados qualificados e segue a lógica regulatória da ampla maioria dos países que já regulamentou o tema”.

46. Desse modo, a CVM propôs uma série de deveres de verificação para as plataformas de *crowdfunding*, tudo a fim de assegurar a observância dos limites estabelecidos para o total que poderia ser aplicado, por investidor, em cada ano-calendário. Algumas obrigações procedimentais¹⁵, no entanto, suscitaram diversas críticas¹⁶ de um amplo leque de participantes da consulta pública, questionamentos esses que terminaram sendo acolhidos na redação final da ICVM nº 588/2017, para substituí-los por uma autodeclaração. Desse modo, essa passou a ser a principal obrigação da plataforma no que se refere à “regra de ouro”, como reflete o referido relatório da Audiência Pública:

“Conforme já mencionado em outros trechos deste relatório, a imposição de limites individuais é uma contrapartida ao regime flexível de dispensas concedidas pela norma. A CVM reconhece, contudo, que o *modus operandi* necessário para proceder às verificações dos limites não pode ser demasiadamente oneroso para as plataformas ou tampouco impor constrangimentos que possam afastar do investidor o interesse em investir em ofertas via *crowdfunding*. Nessa linha, a CVM optou por permitir a autodeclaração, em que o investidor

¹⁴ A propósito do aporte máximo por investidor, Rodrigo Trica Rocha enfatiza: “*De modo a assegurar a observância de tais requisitos, é dever das plataformas, em sua função de gatekeeper, solicitar e guardar a declaração do investidor ou a documentação comprobatória, conforme o caso (art. 4º, parágrafo único, c/c Anexos A, B e C da Resolução).*” (“*Características da Oferta Pública de Crowdfunding de Investimento na Regulação Brasileira: um exame dos arts. 3º a 11 da recém-expedida Resolução CVM nº 88/2022*” in *Crowdfunding de Investimento e Financiamento de Startups: Atualizado de acordo com a Resolução CVM nº 88/2022*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 125.).

¹⁵ O art. 4º, parágrafo único, da minuta de instrução constante do Edital de Audiência Pública SDM Nº 06/16 estabelecia os seguintes deveres de verificação para a plataforma, no que concerne aos limites de investimento: verificar o montante aplicado pelo investidor em ofertas conduzidas no seu ambiente; solicitar a documentação comprobatória do investidor que se enquadrar nas hipóteses específicas para investidores qualificados ou que possuísem renda bruta anual ou patrimônio líquido de investimento superior a R\$ 100.000,00; e obter declaração do investidor atestando que, quando somado a outros valores previamente investidos no ano-calendário em ofertas dispensadas de registro nos termos desta Instrução por meio de outras plataformas, o montante a ser investido na oferta não ultrapassava os limites de aplicação anual então propostos.

¹⁶ Alguns participantes da Audiência Pública apontaram que a exigência de documentos pessoais poderia, entre outras consequências, configurar sério entrave à realização de investimentos de maior valor nesse mercado, criar constrangimentos para investidores brasileiros participarem dessas ofertas, impor custos e complexidade em razão de necessidade de uma estrutura de verificação dessa documentação por parte das plataformas e, na prática, inviabilizar o modelo de *equity crowdfunding* no país.



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.gov.br/cvm

deverá, sob as penas da lei, informar que sua renda ou o montante de seus investimentos financeiros – o que for maior – é superior a R\$ 100 mil, e que o montante do investimento não ultrapassa 10% do maior dos dois valores, considerando os valores já investidos em outras ofertas de *crowdfunding* de investimento no ano-calendário”.

47. Cabe repisar, para que não reste dúvida: a regra em questão refletiu uma escolha regulatória estratégica, adequada ao momento de consolidação das ofertas de investimento participativo no País, ela própria já uma versão de menor custo de observância para as plataformas, posição adotada a partir dos comentários recebidos pela CVM do mercado e da sociedade em geral.
48. Fixada a importância da regra, cabe analisar o caso concreto.
49. Os esclarecimentos obtidos junto à Plataforma, à época da inspeção, indicam que a falha, embora tenha sido identificada em apenas poucos casos, decorreu de uma opção consciente para *“oferecer uma melhor experiência de investimento aos usuários, sob o raciocínio que o espírito da norma estaria sendo preservado”*. Por se tratar de um desenho do sistema à época utilizado pelo participante de mercado, resta evidente, a meu ver, por mero raciocínio lógico, que todas as aplicações realizadas nas mesmas condições teriam também descumprido a norma. Não haveria falha mais sistêmica, em uma instituição, que o erro programado em seus sistemas.
50. O baixo número de ocorrências, portanto, se deu em razão da amostragem selecionada e, neste caso, não se confunde com outras situações que normalmente são analisadas pelo Colegiado, como o descumprimento de obrigações procedimentais relacionadas a cadastros de clientes ou a coleta de termos de adesão em instituições com milhares de clientes, em que um grande volume de registros pode estar sujeito a certos erros e falhas pontuais. Em tais situações, a Autarquia, em geral, exige maior materialidade do conjunto de irregularidades detectadas na amostragem como condição para inferir que havia falha nos controles e procedimentos internos ou descumprimento material de uma obrigação procedimental.
51. No caso concreto, como dito, tal falha era sistêmica e foi, segundo o próprio registro da Plataforma, uma decisão intencional com o objetivo de melhorar a experiência do usuário, que assim não seria submetido à necessidade de preencher um formulário exigido pela regulação se o montante investido fosse de menor monta, e atender ao “espírito” da regra.
52. Ademais, não caberia admitir que, sem qualquer consequência jurídica, um *gatekeeper* possa desenvolver sistema que descumpra regra procedimental de proteção de investidores de varejo, para melhorar a experiência que a seu ver deve proporcionar a seus clientes, sem configurar afronta ao ordenamento do mercado de capitais, além de induzir considerações sobre potencial tratamento não isonômico em relação a outros participantes de mercado semelhantes.
53. Entretanto, como destaquei, a Acusação não formulou imputação de responsabilidade por



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.gov.br/cvm

falha sistêmica nos respectivos procedimentos e controles internos atinentes às declarações da espécie, mas sim centrou-se no descumprimento para com os “*três investidores*” (v. §18 do TA) a fundamentar a inobservância do art. 4º, p. ú., III, da ICVM nº 588/2017, carecendo, assim, a meu ver, de materialidade delitiva a ensejar aplicação e penalidade aos acusados por tal irregularidade.

54. No que tange ao Descumprimento 3, entendo que o fato de uma única Oferta ter apresentado valor alvo mínimo substancialmente inferior a 2/3 do valor alvo máximo, o que, ao ver da SRE, por si só configuraria infração ao disposto no art. 5º, III, da ICVM nº 588/2017, mostra-se, claramente fato de menor relevância e, de forma similar ao que discorri na análise quanto ao Descumprimento 1, tampouco há, nos autos, subsídios para concluir que a irregularidade em tela não tenha decorrido de falha operacional diminuta, que carece de materialidade delitiva para ensejar aplicação de sanção administrativa. Desse modo, concordo com o juízo de pouca expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e com o posicionamento da defesa, reconhecendo que essa falha tem baixo potencial ofensivo e não deve receber reprimenda estatal neste PAS.

II.3 Das demais infrações imputadas

55. As demais infrações imputadas à Plataforma e seu diretor responsável decorrem, basicamente, de duas ocorrências verificadas em uma única Oferta, o que levou também a que a Emissora (Tergos) e seu diretor fossem acusados. As condutas seriam relativas, segundo a Acusação: “[à] *transferência de recursos dos investidores diretamente para a conta do emissor*” e ao fato de que Tergos Pesquisa e Ensino Ltda. (“TPE”), um dos subscritores dos valores mobiliários que amparam essas transferências diretas, ter subscrito “*aproximadamente 52% (R\$ 775.500,00) do montante total captado pela Tergos S.A.*”. Por sua vez, a atuação de Basement ao lançar em seu sistema de ofertas, posteriormente aos fatos, os registros relativos aos investimentos realizados pelos investidores abordados por Tergos, medida adotada para regularização quanto ao referido fluxo financeiro, teria gerado, segundo a Acusação, alguns descumprimentos adicionais e o tornado participante ativo de alegada criação de condições artificiais de demanda pela Emissora.

56. A partir desses dois fatos, que estão conectados, pois TPE estava entre os investidores que foram abordados diretamente por Tergos, a Acusação concluiu que diversas regras da ICVM nº 588/2017 teriam sido descumpridas, bem como que teria havido prática de conduta vedada pela ICVM nº 8/1979. Considerando que essa pretensão punitiva se traduziu numa série de alegadas infrações, a partir de cada fato, a análise dessas imputações será precedida de breve revisão com vistas a conferir melhor compreensão da lógica da peça acusatória.

57. Segundo a Acusação, tais transferências de recursos diretamente à Emissora seriam irregulares, basicamente, por não terem observado a vedação imposta pelo art. 5º, §2º, da ICVM nº



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.gov.br/cvm

588/2017, pois teria havido entrega de valores provenientes da Oferta à investida antes do encerramento e da confirmação do êxito da Oferta, o que é proibido. Como a Plataforma teria tido ciência, posterior, desses esforços de captação feitos pela Emissora durante a oferta pública e decidira consolidar os registros dessas transações na oferta pública, diversas outras infrações teriam sido cometidas, em concurso formal.

58. Vejamos. Teria ocorrido, segundo a lógica acusatória, infração ao disposto no art. 28, XVI, da ICVM nº 588/2017¹⁷, que veda que plataformas de *crowdfunding* distribuam valores mobiliários da SEPP fora do seu ambiente eletrônico próprio se esses estiverem sendo objeto de oferta pública. Entendendo que se tratava de oferta privada em paralelo à oferta pública, Basement também teria deixado de informar essa oferta, tida como privada, aos investidores, descumprindo, assim, o disposto na alínea “c” do Anexo 8 da Seção 6 da ICVM nº 588/2017¹⁸. Ainda segundo o TA, Basement, “*como consequência dessas infrações, acabou por cometer outras irregularidades como veremos a seguir*”¹⁹, a saber: §2º do art. 5º da ICVM nº 588/2017 (transferências antecipadas dos recursos à Emissora) e alínea “e” do inciso III do art. 19 da ICVM nº 588/2017 (falha nos registros da Plataforma no que se refere às datas dessas transferências).

59. Não que haja prova, nos autos, de que a Plataforma tenha praticado, ela mesma, atos de distribuição em relação a certos investidores que foram abordados, segundo o relato contido nos autos, pela Emissora; nem tampouco que ela tenha influído, participado ou anuído com tratativas bilaterais de Tergos e alguns investidores por ela conhecidos para que esses transferissem os recursos diretamente para a sociedade. Também não se tem mais elementos de informação de culpabilidade de Basement em não dispor, em um dado momento, de dados sobre movimentações financeiras bilaterais entre terceiros e a SEPP em tela. A proposição de responsabilidade, no caso, parece estar assentada, principalmente na medida adotada pelo participante de mercado após ciência da participação de outros indivíduos no processo de distribuição de valores mobiliários em questão.

60. Dessa forma, a questão deve ser analisada, primeiro, sob a perspectiva de se saber se as reuniões promovidas por Tergos com investidores “conhecidos”, segundo expressão utilizada pela acusada, configurariam “oferta privada”, ou se seriam apenas os esforços de promoção de uma oferta

¹⁷ Art. 28. Na condução de suas atividades, as plataformas eletrônicas de investimento participativo, seus sócios, administradores e funcionários não podem: (...) XVI – distribuir, fora do ambiente eletrônico da plataforma, valores mobiliários de sociedade empresária de pequeno porte objeto de oferta pública em andamento; (...).

¹⁸ Assim dispõe a regra: “c) informar a eventual existência de oferta privada que compõe a rodada de financiamento, seja ela prévia ou simultânea, incluindo o montante da oferta privada expresso em valor monetário e em proporção ao valor alvo sendo ofertado publicamente com dispensa de registro nos termos desta Instrução e, quando for o caso, esclarecer como os títulos, instrumentos ou valores mobiliários ofertados privadamente podem materialmente limitar ou diluir a participação do investidor”.

¹⁹ Doc. 0950178, pág. 9.



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.gov.br/cvm

pública por meio de encontros e reuniões com potenciais investidores (o que era lícito fazer).

61. Se configurassem oferta privada, sua consolidação no ambiente da Plataforma, segundo a tese acusatória, teria resultado em diversas infrações: desde o descumprimento do regime informacional (pois tal oferta privada não foi informada nos materiais de divulgação), passando por prática de conduta vedada (distribuir valores mobiliários fora do ambiente eletrônico da plataforma) e omissão no cumprimento de obrigação de *gatekeeper* (e.g. suspender ofertas com irregularidade relevante e comunicar à CVM e aos investidores), até a alegada criação de condições artificiais da demanda, neste caso, com o intuito de gerar uma falsa percepção quanto ao sucesso da Oferta entre os demais investidores, ilícito do qual a Plataforma teria participado ativamente, segundo o TA, ao inserir as informações em questão em seu sistema de ofertas públicas.

62. Nesse contexto, Basement teria deixado de alertar os investidores da existência da oferta privada, descumprindo o regime de informações essenciais de oferta pública estabelecido pela ICVM nº 588/2017, em particular o disposto no Anexo 8, Seção 6, alínea “c”, que exige que sejam informadas as ofertas privadas que componham a rodada de investimento. Adicionalmente, como a Plataforma não teria todas as informações dessas movimentações de recursos dos subscritores diretamente para a Emissora (de fato, tudo aponta para o fato de terem sido tratativas bilaterais), Basement teria descumprido o conteúdo informacional exigido pelo art. 19, inciso III, da ICVM nº 588/2017, particularmente a alínea “e”²⁰. Mais uma vez, como as reuniões e encontros de divulgação da oferta organizados pela investida com alguns investidores (técnica de promoção da Oferta admitida pela regra) resultaram em confirmação de investimento fora do ambiente da Plataforma, teria sido infringido o art. 11, §2º, inciso IV, da ICVM nº 588/2017.

63. A SRE aduziu, ainda, que o fato de a Tergos não ter fornecido comprovantes de que efetivamente recebera recursos de três desses aportes (de R\$ 3.000,00, R\$ 10.000,00 e R\$ 775.500,00, respectivamente) demonstraria que tais operações teriam sido consideradas “*dentro da oferta pública apenas para aparentar uma captação pública pela Plataforma maior do que a que efetivamente se verificou e, conseqüentemente, obter o sucesso na captação pública, possibilitando assim o recebimento dos recursos investidos pelos demais investidores*”²¹. Essa omissão, além de demonstrar uma intenção inequívoca, reforçaria, para a Acusação, os diversos descumprimentos da ICVM nº

²⁰ Esse entendimento de que as transferências foram realizadas nesse formato por decorrerem de tratativas conduzidas diretamente pela Emissora junto a um grupo de potenciais investidores não apenas parece ser provável em razão do relato dos fatos, como é afirmado pela própria Emissora nos esclarecimentos que prestou à área técnica e que foram inseridos no TA: “*tendo em vista que as negociações com tais investidores foram realizadas individualmente a Companhia entendeu que o desembolso da forma que foi realizado era uma consequência direta destas tratativas. Posteriormente, esses investidores, por orientação da plataforma de crowdfunding, foram inseridos no ambiente de captação da Basement*”.

²¹ Doc. 0950178, pág. 10.



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.gov.br/cvm

588/2017 em que teria incorrido a Plataforma quando decidiu consolidar as subscrições desses investidores no ambiente da oferta pública, quando teve ciência das ações praticadas pela sua cliente (Tergos), isso é: (i) §2º do art. 5º; (ii) inciso IV do §2º do art. 11; (iii) alínea “e” do inciso III do art. 19; e (iv) Anexo 8, Seção 6, alínea “c”.

64. Foi nesse contexto factual, de uma decisão que, permito-me inferir, desde já, foi central para a SRE realizar as diversas imputações constantes da peça acusatória, que a área técnica concluiu que a finalidade da conduta de Tergos foi a de garantir o sucesso da captação, de modo que a Emissora teria agido para criar “*condição artificial de demanda no mercado de valores mobiliários, infringindo assim o disposto no item I c/c item II, alínea “a” da ICVM Nº 8/79*”²². Por conseguinte, Basement teria participado “*ativamente da infração*”²³ ao permitir que tal oferta fosse consolidada no seu ambiente de oferta pública, de modo que tal participante de mercado deveria ser considerado não apenas corresponsável por essa irregularidade, como também por outra infração autônoma, em razão da “*não divulgação desse fato aos demais investidores*” nos termos do que dispõe o art. 19, inciso V, da ICVM nº 588/2017²⁴.

II.3.1 Da criação de condições artificiais de demanda em infração à ICVM nº 8/1979

65. O primeiro aspecto a ressaltar, iniciando pelas imputações mais graves, é que não há, a meu ver, elementos com base no conjunto probatório trazido aos autos para concluir que Basement teria atuado para criar condição artificial de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, por ação ou omissão dolosa, a provocar, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários em Oferta por meio da Plataforma, quando tomou a decisão de incluir, em seu sistema de ofertas públicas, os investimentos que resultaram de tratativas entre sua cliente, a sociedade empresária de pequeno porte, e alguns potenciais investidores.

66. Entendo, neste particular, que a acusação de criação de condições artificiais de demanda nas condições supracitadas decorre de liame frágil que não foi devidamente comprovado nos autos.

67. Em primeiro lugar, cabe considerar o contexto de que se trata quando diante de uma oferta pública realizada por meio de plataforma de investimento participativo. A propósito, a regulação não proíbe que ofertas públicas e privadas sejam realizadas de forma concomitante (observadas certas regras procedimentais), nem desautoriza que uma oferta pública distribuída por plataforma eletrônica possa ser promovida também por reuniões e encontros entre o emissor e investidores potenciais, conhecidos ou não. Como é comum com empresas em estágios iniciais de desenvolvimento, várias

²² Doc. 0950178, pág. 11.

²³ Doc. 0950178, pág. 11.

²⁴ Consoante dispõe a ICVM nº 588/2017, caso a plataforma constata qualquer fato ou irregularidade que venha a justificar a suspensão ou cancelamento da oferta, deve suspender a distribuição e comunicar imediatamente a 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
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.gov.br/cvm

rodadas de apresentações são realizadas a diferentes públicos, em diferentes etapas de sua jornada.

68. Assim, no ambiente de *startups* e outras empresas emergentes é bastante comum que o empresário faça diversas apresentações a investidores em potencial e acumule contatos e acessos, que formarão uma rede de contatos profissionais que poderão, inclusive, apoiar rodadas futuras de captação. Portanto, especialmente em um empreendimento nascente, é de se esperar que ao marcar reuniões para promover uma oferta pública, o empreendedor agende encontros não com investidores desconhecidos, mas sim contate aqueles com os quais tem contato, que já pesquisaram sobre o empreendimento, conhecem seu modelo de negócio, sua proposta de valor. Entendo que, especialmente com esse segmento de empresas, seguindo as práticas de mercado, tal contato é natural e pode ser feito, como autoriza a ICVM nº 588/2017, para promover uma oferta pública.

69. Nada há que impeça que se faça uma oferta privada para esses investidores, dada a ampla flexibilidade que o modelo instituído pela ICVM nº 588/2017 assegura a tais empreendedores para encontrarem o arranjo mais adequado para vencerem as vicissitudes e dificuldades de captação de recursos nas fases iniciais desses empreendimentos, em que o índice de “mortalidade” de projetos é alto. Não torna, porém, todo encontro e reunião com investidores conhecidos uma oferta privada.

70. Merece especial atenção, como apontou a defesa, o ônus argumentativo imposto para concluir que uma oferta foi pública ou, alternativamente, privada, sendo que *“determinada oferta de venda de valores mobiliários somente pode ser considerada como pública após a análise de todas as circunstâncias fáticas envolvidas, a fim de se verificar se estão presentes os elementos objetivos e subjetivos e se eles permitem inferir a intenção do ofertante de atingir um número indeterminado de potenciais investidores”*²⁵.

71. Os elementos contidos nos autos, todavia, não permitem, a meu juízo, reconstituir com precisão o que de fato ocorreu, no caso concreto, em sede de julgamento. Considero que a Acusação formou sua convicção no sentido de vislumbrar ter ocorrido oferta privada a partir dos dados das transferências e de declarações das partes que mencionaram que os investidores eram “conhecidos”. Não se reuniu, no entanto, nos autos, um conjunto de evidências que pudessem elucidar, por exemplo, quem eram esses investidores, qual sua relação efetiva com o Emissor, como foram contatados, que informações foram repassadas durante tais encontros, o que lhes foi ofertado ou pedido, quem participou efetivamente das reuniões etc.

72. A ICVM nº 588/2017 admite que a SEPP, bem como a plataforma e pessoas a ela ligadas divulguem e promovam a Oferta por meio de contatos, encontros e eventos, presenciais ou pela rede

²⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas in Mercado de Capitais - Regime Jurídico, 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 156.



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.gov.br/cvm

mundial de computadores, observados alguns requisitos, de modo que o fato de alguns investidores serem conhecidos não teria, ausentes outros elementos, o condão de transformar a divulgação de uma oferta pública em uma nova oferta, dessa vez privada.

73. Ademais, passados cerca de quatro anos dos fatos, revisitá-los com maior precisão para fazer um juízo de reprovabilidade capaz de fundamentar uma condenação por criação de condições artificiais de demanda exigiria um conjunto probatório bem mais robusto, a meu ver. Para tanto seria necessário demonstrar, por exemplo, a artificialidade da demanda, inclusive da pessoa jurídica relacionada ao Emissor. Nada há que impeça, *a priori*, um investidor de *startup* de participar de nova rodada de investimentos de sua investida, inclusive em oferta pública.

74. A defesa reuniu, a propósito, argumentos que evidenciam que para o único fim de viabilizar a Oferta, não seria necessário todo o investimento que foi realizado por TEP, ponto que merece ser considerado especialmente na ausência de outros elementos de prova, como aqueles que poderiam ser colhidos em depoimentos dos envolvidos ou no acesso a gravações das reuniões e encontros mantidos entre Tergos e investidores, tema sobre o qual não há notícia nos autos.

75. Em síntese, há várias possibilidades teóricas sobre o que pode ter ocorrido e a hipótese trazida pela Acusação é, em tese, possível, mas entendo que o conjunto probatório reunido nos autos não permite formar convicção, em bases sólidas, para concluir que houve uma articulação entre a Plataforma, a Emissora e os seus diretores responsáveis, a fim de passar sinal ilusório e artificial de demanda pelos valores mobiliários em questão, distribuídos por meio da Plataforma.

76. Não tendo sido provada a criação das condições artificiais de demanda, a imputação não merece subsistir a nenhum dos que dela foram acusados, mas cabe pontuar, adicionalmente, que tal acusação, em relação à Plataforma e seu diretor responsável parece ainda mais frágil, pois se assentaria apenas na decisão de incorporar, em seu sistema, os registros de investimentos de alguns subscritores acessados por Tergos, quanto ao que Basement tomou conhecimento *a posteriori*.

77. Ademais, no que se refere à Emissora, a participação de potenciais investidores conhecidos e até a participação de acionistas, por si só, seria automaticamente comprovação de que houve uma demanda artificial? Como consabido, é comum que investidores avaliem o quanto os próprios fundadores e sócios acreditam no empreendimento na fase inicial à medida que, dispondo de capacidade patrimonial, invistam também seus próprios recursos acompanhando aportes de terceiros. Nada havendo que obstasse que TEP ou qualquer outro investidor conhecido aportasse recursos na oferta pública, resulta frágil a acusação de artificialidade escudada nesse fato, independentemente de outras irregularidades que porventura tenham sido cometidas durante a referida Oferta, em razão dos citados aportes, as quais serão analisadas adiante.



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.gov.br/cvm

78. Portanto, se a Emissora poderia contatar outros investidores, como o fez, para buscar o sucesso da distribuição, não vislumbro como essa busca possa ser entendida como criação artificial de demanda, inclusive diante da presença de vários investidores, pelo que concluo que não merece acolhida a acusação, em relação a todos os Acusados, de descumprimento da ICVM nº 8/1979.

II.3.2 Das demais infrações à ICVM nº 588/2017

A atuação da Basement e de seu diretor responsável

79. A Acusação, ao imputar responsabilidade à Basement por ter participado ativamente da suposta infração ao item I c/c item II, alínea “a”, da ICVM nº 8/1979, concluiu que, ao não ter divulgado o fato subjacente aos demais investidores teria atuado com falta de diligência, pois poderia, ao ter constatado a irregularidade, “conforme disposto no inciso V do art. 19 da ICVM nº 588/17, *suspender ou cancelar a oferta, e comunicar imediatamente a CVM*”²⁶. Nesse particular, entendo que não restou comprovada atuação para criar condições artificiais de demanda, mas não se pode descartar a possibilidade de tal imputação remanescer diante de outras irregularidades, em particular a transferência de recursos antes do encerramento da Oferta ou as outras infrações de menor potencial ofensivo (art. 3º, inciso I; art. 4º, p. ú., inciso III; e art. 5º, inciso III, todos da ICVM nº 588/2017).

80. A decisão de suspender ou cancelar uma Oferta deve ser analisada buscando entender quais os elementos de informação que foram conhecidos pela Plataforma quando teve ciência de fato ou irregularidade e, a partir daí, qual avaliação fez para saber se era justificável ou não suspender a distribuição. De um lado, não se pode exigir desse participante que tenha visão prospectiva, pois por vezes apenas uma investigação detalhada desvenda circunstâncias e mesmo fatos que não lhe foram reportados. De outro lado, não é qualquer falha ou conduta que é capaz de determinar medida que é ainda mais drástica, do ponto de vista reputacional, quando se está diante de uma oferta de SEPP.

81. Resta claro, também, que não se trata de um cumprimento automático, mas sim de uma decisão refletida que resulta de uma avaliação a cargo do participante de mercado se o fato ou a irregularidade justificam suspender ou cancelar a Oferta. Trata-se de escolha da plataforma, sujeita à avaliação subsequente da CVM. A redação do art. 19, inciso V, da Instrução, neste particular, tem teor amplo e exige que o destinatário pondere e faça um juízo de valor sobre se a ocorrência é grave o suficiente para, diante das condições do caso concreto, disparar a suspensão da distribuição.

82. A esse respeito, os descumprimentos de menor potencial ofensivo para os quais a própria SRE reconheceu que, a princípio, não havia justa causa para acusar certamente não seriam hábeis a suspender uma oferta. Remanesce, assim, a questão de saber se os investimentos diretos resultantes

²⁶ Doc. 0950178, pág. 11.



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.gov.br/cvm

das tratativas mantidas pela Emissora seriam suficientes para essa medida. Note-se que não se trata, aqui, de anúncios na televisão e em outros meios de comunicação em massa, mas de reuniões e encontros que, possivelmente, por terem sido mal dirigidos, resultaram nos investimentos antecipados diretamente na conta de Tergos.

83. Neste caso, mais uma vez, considero que não há elementos para concluir que a avaliação realizada pela Plataforma não tenha sido adequada, nas condições em que já se encontrava a Oferta. Não havendo notícia de ter sido distribuído (nem foi alegado) qualquer material diverso do já autorizado para a distribuição pública, é de se supor (e não há elementos de prova nos autos que melhor esclareçam o que ocorreu nessas reuniões) que, de fato, isso tenha ocorrido. Entendo que o *gatekeeper* poderia ter comunicado a irregularidade à CVM, no caso das transferências, mas não me parece que, não tendo sido vislumbrada a criação, por parte da Emissora, de condições artificiais de demanda, fosse de se esperar uma medida de suspensão da Oferta, especialmente a se ter em conta que se tratava de investimentos efetivos e não de simulações.

84. No que se refere à acusação dirigida à Plataforma e seu diretor responsável, de distribuição de valores mobiliários fora do seu ambiente eletrônico, em infração ao art. 28, inciso XVI, da ICVM nº 588/2017, entendo igualmente que, com base na prova dos autos, não há qualquer elemento de prova que evidencie que Basement, seus sócios, administradores ou funcionários, tenham praticado atos de distribuição dos valores mobiliários da SEPP, durante a oferta pública em andamento, fora do ambiente próprio da Plataforma.

85. As informações trazidas aos autos são convergentes no sentido de apontar unicamente atos da Emissora e a já citada consolidação de registros na Plataforma não poderia ter efeito retroativo para atribuir a essa a autoria de eventual distribuição pretérita, na falta de provas de qualquer participação direta de Basement. Insubsistente, a meu ver, pela mesma razão, a imputação de descumprimento do inciso IV do §2º do art. 11 da ICVM nº 588/2017, que veda a confirmação de investimento no local ou em ambiente eletrônico distinto do da plataforma.

86. O mesmo raciocínio reserva igual desfecho à proposta de responsabilização da Plataforma pela disponibilização de recursos de alguns investidores antes do encerramento e confirmação de êxito da Oferta, conduta vedada pelo §2º do art. 5º da ICVM nº 588/2017. Pelo contrário, as provas nos autos são convergentes para apontar que tais transferências resultaram ou decorreram de atos praticados exclusivamente pela Emissora. De forma consonante, entendo, também, não subsistir culpabilidade em relação a esse *gatekeeper* por faltar-lhe, nos registros de participação de cada investidor, dados da transferência desses recursos à Emissora, como exigido pela alínea “e” do inciso III do art. 19 da referida Instrução.

87. Como *gatekeeper*, cabia-lhe, certamente, orientar sua cliente e adotar as providências



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.gov.br/cvm

corretivas cabíveis. A entidade optou por consolidar essas informações em seu sistema, mas poderia, também, ter suspenso ou cancelado a Oferta. A esse respeito, não ficou claro, pela leitura da acusação, qual teria sido o melhor procedimento a adotar, mas não me parece que, a poucos dias do encerramento e diante de investimentos efetivos (pois o contrário não foi provado), que a opção de não disparar o cancelamento ou a suspensão da oferta pública tenha sido desarrazoada, o que, a meu ver, não eliminaria o dever de reportar à CVM irregularidades no procedimento adotado pela Emissora, que foi irregular, como a própria Basement afirmou.

88. Assim, há, de fato, irregularidades, no que está correta a Acusação, mas não vislumbro, com base na prova dos autos e com a consideração dos argumentos da defesa, como imputar à Basement conduta de criar condições artificiais de demanda a partir de uma providência que entendeu corretiva, por ter consolidado, em sua plataforma, os registros correspondentes a compromissos de investimento realizados a partir de esforços de promoção que poderiam ser realizados em encontros e reuniões com utilização de material publicitário da oferta pública em andamento. Nesse contexto, ainda, as demais irregularidades ou nem se concretizaram, como acima detalhado, ou não reúnem materialidade delitiva, como também demonstrado acima.

A atuação da Tergos e seu diretor

89. Nesta seção, não tratarei das alegadas infrações à ICVM nº 8/1979, as quais já foram analisadas anteriormente para concluir que não há prova de sua prática no caso concreto, tendo restado assentado que não há elementos nos autos para concluir que tenha havido oferta privada de valores mobiliários concomitante à oferta pública, e sim reuniões e encontros para divulgação de uma oferta pública distribuída pela Plataforma.

90. Remanesce a questão de perquirir se Tergos e seu diretor descumpriram a regra do art. 5º, §2º, da ICVM nº 588/2017, por terem tido acesso a recursos financeiros de investidores antes do encerramento da Oferta. Trata-se de importante mecanismo para proteção dos investidores, evitando que invistam, de forma prematura, em ofertas públicas que, posteriormente, não sejam exitosas.

91. Parece não haver dúvida quanto à ocorrência de tal acesso, como admitido pelos acusados, e de que esse resultado decorreu de reuniões e encontros mantidos entre a Emissora e alguns investidores. Nesse particular, merece menção a carta de Basement, em atenção ao Ofício nº 367/2019/CVM/SRE/GER-3, especialmente o trecho que responde à solicitação para que fossem informadas as medidas adotadas pela Plataforma quando tomou conhecimento de que dez investidores teriam transferido o valor de seus aportes diretamente para a conta da empresa:

“Quanto ao terceiro quesito formulado no Ofício, é importante ressaltar que, antes da abertura da oferta pública pelo Basement, a Tergos S.A. já havia iniciado uma negociação de investimentos junto a um grupo próximo de investidores, os quais acabaram por ser



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.gov.br/cvm

consolidados na oferta pública. Ao tomar conhecimento de que os investidores já haviam transferido o valor do investimento diretamente para a conta da emissora, o Basement, à época, não entendeu por necessário tomar qualquer medida adicional porque os investidores haviam efetuado a reserva e confirmação de investimento na plataforma, bem como assinado o contrato de investimento da oferta pública de acordo com o montante transferido à conta da emissora, sendo a transferência diretamente à conta da empresa, já consumada, a única irregularidade no investimento desses investidores. Entendemos que a transferência de recursos feita diretamente à empresa antes de encerrada a oferta é irregular, de modo que garantimos que tal problema não se repetisse em outras ofertas.²⁷

92. A defesa de Tergos e seu diretor afirmou que não se viu irregularidades nessas transferências, tendo se apoiado na orientação da Plataforma, agente que detinha toda *expertise* para orientá-la quanto aos procedimentos a serem observados, admitindo que, mesmo que eventualmente tivesse cometido falha procedimental, essa não seria atribuível à sociedade emissora de pequeno porte, aduzindo, ainda, em síntese, que:

- a. alguns investidores próximos tomaram conhecimento da oportunidade de investimento em reuniões individuais e privadas em que foram apresentados materiais idênticos aos que foram apresentados aos demais investidores;
- b. tais investimentos acabaram, por decisão e orientação da Plataforma, sendo consolidados na oferta pública, já que os investidores haviam efetuado a reserva e confirmação de investimento na Plataforma, bem como assinado o contrato de investimento da oferta pública de acordo com o montante transferido à conta da Emissora; e
- c. a Plataforma, que é a especialista na condução do processo de captação, avalizou a realização das transferências diretas para a conta da Emissora.

93. Como não se dispõe de mais elementos de informação acerca das negociações havidas entre a Emissora e os investidores, a reconstituição do que ocorreu, como já pontuado, pôde ser feita apenas a partir das declarações dos Acusados, que, nesse particular, se mostram convergentes. Houve de fato uma falha procedimental, que resultou em dez investidores efetuarem depósitos anteriormente ao encerramento da Oferta, conduta vedada pelo art. 5º, §2º, da ICVM nº 588/2017.

94. Entendo, todavia, que a Tergos atuou com transparência e em permanente diálogo com a Plataforma e seguiu suas orientações. Importa ressaltar que os emissores, nessas operações, são empresas de menor porte, as quais já enfrentam uma série de dificuldades, não apenas de captação, mas que, em regra, afetam os pequenos empreendedores no País. Não que seja escusável o desconhecimento da regulação aplicável ao caso, mas não se pode desconsiderar que o contexto em que a Oferta de Tergos se desenvolveu era ainda de consolidação do novo setor, inclusive para muitos

²⁷ Conforme doc. 0949830, pág. 30, que contém a resposta de Basement ao Ofício nº 367/2019/CVM/SRE/GER-3. Essa manifestação consta, originalmente, do processo 19957.010145/2019-66 (Doc. 0904038).



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.gov.br/cvm

gatekeepers que ainda acumulavam, naquele momento, experiência com as primeiras operações de um segmento de mercado para investimento participativo ainda nascente.

95. Assim, concluo pela inadequação de impor sanção à SEPP em tela, inexistente qualquer elemento, ainda que indiciário, da ocorrência de fraude, nem de erro manifestamente grosseiro, e considerando, ainda, as evidências de boa-fé e ausência de prejuízo aos investidores, notadamente nos momentos iniciais de desenvolvimento desse novo segmento que ampliou o acesso ao mercado de capitais no País. Ademais, tudo foi reportado à Plataforma, que não viu nos fatos gravidade, por exemplo, para suspender a Oferta, adotando apenas as providências saneadoras já comentadas.

96. No que se refere ao alegado descumprimento do art. 11, §2º, inciso IV, da ICVM nº 588/2017, entendo que não restou devidamente comprovado que tenha havido confirmação de investimento no local dos encontros ou em ambiente eletrônico distinto do da Plataforma, em razão das informações prestadas tanto pela Plataforma como pela Emissora. E mesmo que isso possa ter ocorrido, em algum momento, os registros feitos pelos Acusados indicam que foram adotadas providências para assegurar que o ambiente da Plataforma recebesse essas informações. Volto a ressaltar que, como não há elementos a respeito do que ocorreu nas reuniões, não me parece ser possível, para efeitos sancionadores, em sede de PAS, presumir que isso de fato tenha ocorrido.

97. De todo modo, entendo que mesmo que assim tenha sido, seria aplicável aqui o raciocínio disposto anteriormente, não tendo decorrido prejuízo aos investidores e, ao que tudo indica, tendo sido regularizados os registros, não seria material para embasar a aplicação de penalidades aos acusados, notadamente levando em conta o momento em que foi praticada.

III. CONCLUSÃO

98. Por todo o exposto, voto pela **absolvição** de **Basement Soluções de Captação e Registro Ltda., Frederico Plass Rizzo, Tergos S.A. e Marcelo Victor Pires de Souza** quanto a todas as imputações que lhes foram formuladas neste processo.

É como voto.

Rio de Janeiro, 27 de setembro de 2023.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro
Diretora Relatora