



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI Nº 19957.006087/2020-18

Reg. Col. 2335/21

**Acusados:** Apoema Incorporadora Ltda. e Rodolfo Bueno Lycarião de Paula

**Assunto:** Possível oferta pública de contratos de investimento coletivo hoteleiro, sem registro perante a CVM ou sua dispensa.

**Relator:** Diretor João Accioly

#### Voto

#### I. OBJETO

1. Como detalhado no Relatório, o PAS foi instaurado pela SRE por suposta realização de oferta pública de contratos de investimento coletivo (art. 2º, IX, da Lei 6.385, sem o registro ou sua dispensa previstos (art. 19, caput e §5º, I, da mesma lei, e art. 5º da ICVM 602).

2. A apuração dos fatos iniciou-se com o recebimento de denúncia de A.A.M.M., acompanhada de conjunto de documentos, afirmando que a Apoema estaria ofertando, por redes sociais e corretores e sem registro na CVM, unidades de empreendimento de condo-hotel, localizado em Extrema, MG, a ser explorado com a bandeira Transamérica (Relatório, §2).

3. Após análise das informações e documentos protocolados pelo denunciante e sem ter conseguido resposta dos investigados, a SRE concluiu que a Apoema estaria ofertando publicamente os CICs e formulou acusação, em face da empresa e de seu administrador.

#### II. PRELIMINAR

4. Os Acusados pleiteiam a anulação do Termo de Acusação, pois não teriam recebido os e-mails enviados pela SRE em 30.07.2020 e 21.08.2020, com solicitação de esclarecimentos a respeito dos fatos, nos termos do art. 5º da ICVM nº 607 (Relatório, §19). Alegam que um deles foi enviado para destinatário inexistente, contato@arybaincorporadora.com.br, quando o correto seria contato@orybaincorporadora.com.br; e que também não haveria indicação de que tenha sido corretamente enviado e-mail a Rodolfo Bueno.

5. De fato, conforme consta do Relatório, a Apoema tem nome fantasia Oryba Incorporações. Ao verificar o processo de origem, noto que o erro realmente ocorreu: o primeiro e-mail, enviado em 30.07.2020, retornou com aviso de destinatário inexistente<sup>1</sup>. A SRE não percebeu o erro e reiterou o pedido em 21.08.2020 para o mesmo endereço, recebendo novamente a mensagem de destinatário inexistente<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Doc. SEI 1065210 do PA 19957.011539/2019-31.

<sup>2</sup> Doc. SEI 1081480 do PA 19957.011539/2019-31.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6. Contudo, as duas solicitações de esclarecimentos foram também enviadas para o endereço eletrônico contato.oryba@gmail.com, constante da ficha de cadastro da Apoema na Receita Federal do Brasil, que registra o nome de Rodolfo Bueno como sócio administrador (Relatório, §13). Isso não prova que os e-mails foram recebidos, mas a Defesa não nega que tal e-mail fosse válido. Por isso, entendo não haver suficiente demonstração de que os pedidos de esclarecimento foram indevidamente enviados.

7. Independentemente disso, é entendimento pacificado deste Colegiado<sup>3</sup> que o pedido de manifestação prévia visa a dar suporte à formação da convicção da área técnica quanto à materialidade e a autoria das infrações e auxiliar na boa instrução do processo, mas não confere direito subjetivo aos investigados e nem se confunde com defesa prévia<sup>4</sup>.

8. Rejeito, portanto, a preliminar.

### III. MÉRITO

9. Não há controvérsia quanto aos fatos que caracterizam o Empreendimento como condo-hotel ou *pool* hoteleiro. À exceção dos fatos relativos à suposta oferta pública, é nítido que preenche os requisitos para constituir contrato de investimento coletivo sujeito a registro, conforme o texto legal. Os fatos mostram haver “*direito de participação, de parceria ou de remuneração, (...) cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros*”.

10. Onde não há a mesma clareza é sobre ter havido ou não oferta pública. Para a Acusação, os direitos teriam sido ofertados a eventuais investidores por meio de prospectos, corretores e serviços públicos de comunicação, o que caracterizaria sua distribuição como pública, nos termos do § 3º do art. 19 da Lei 6.385, sujeitando-os ao regime daquela lei e à competência fiscalizatória da CVM.

#### • ***SOBRE OS ELEMENTOS DO CONTRATO DE INVESTIMENTO COLETIVO***

11. A Defesa alega, inicialmente, ter sido o Empreendimento estruturado dentro da Lei 4.591/64, Lei das Incorporações, como a “*soma de esforços dos compradores*”, e somente nesse sentido ele se configuraria como um investimento coletivo. Cada unidade teria sua própria matrícula registral e seus adquirentes poderiam aliená-las de forma autônoma quando assim o desejarem, pelo que não haveria que se falar em contrato de investimento coletivo.

---

<sup>3</sup> PAS CVM nº RJ2013/13355, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 24.11.2016; PAS CVM nº RJ2014/14161, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 04.12.2018; PAS CVM nº 19957.000115/2019-41, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22.09.2020; e PAS CVM nº RJ2019/7142, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 24.05.2022; entre outros.

<sup>4</sup> PAS CVM nº SP2014/0465, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 06.11.2018; PAS CVM nº 07/2012, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 08.10.2019; PAS CVM nº RJ2019/1068, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22.09.2020; PAS CVM nº 19957.009206/2018-61, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 11.04.2023; entre outros.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

12. Contudo, as disposições da legislação imobiliária ou registral não afastam o regime da Lei nº 6.385, apenas pelo fato de incidirem sobre determinados negócios jurídicos. A incidência não é mutuamente excludente, pois se refere a aspectos diferentes dos negócios. Se um empreendimento é regido pela Lei das Incorporações, pelo Código Civil, pela Lei das S.A., ou o que quer que seja, o que a Lei 6.385 busca proteger é a captação de poupança popular. No âmbito desta lei, o conceito de contrato de investimento coletivo baseia-se na substância econômica da transação (tipos de direito que o investidor adquire e origem dos ganhos que permitem a satisfação desse direito), e não da forma jurídica adotada. Tais elementos independem dos diversos ativos e projetos nos quais os recursos captados possam ser investidos, sejam eles quartos de hotéis, ativos agropecuários, criptoativos ou qualquer outro<sup>5</sup>.

13. Assim, mesmo se tratando de incorporação imobiliária realizada segundo os preceitos da Lei nº 4.591/64, é necessário analisar a realidade econômica da transação diante dos requisitos previstos na Lei nº 6.385.

14. Na análise de diferentes ofertas de investimento, deve-se verificar, em aplicação do art. 2º, IX, da Lei 6.385: (i) se há investimento de recursos; (ii) se o investimento é formalizado em títulos ou instrumentos contratuais; (iii) se os recursos serão aplicados em empreendimento coletivo; (iv) se o negócio atribui direito de remuneração, parceria ou participação; e (v) se os ganhos que permitem cumprir a obrigação desse direito decorrem dos esforços do empreendedor ou de terceiros. Por fim, para que os contratos de investimento coletivo que atendam às características acima se caracterizem como valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.386, o art. 2º, IX, exige que sejam objeto de oferta pública.

15. Aplicando ao caso concreto, entendo que a Acusação comprovou as características resumidas no §14 acima, como, aliás, usualmente ocorre com os chamados condo-hotéis<sup>6</sup>. Quanto ao primeiro requisito, a existência de investimento, e ao segundo, a sua formalização, o investimento se dava pela aquisição das unidades do Empreendimento, formalizada em instrumento particular (Relatório, §21, “ii”), cuja Cláusula 3 previa o valor a ser pago pelo adquirente:

---

<sup>5</sup> Como apontou o Gustavo Gonzalez, no PAS CVM nº 19957.007994/2018-51, j. em 09.06.2020, “a diversidade de ativos e projetos nos quais os recursos captados mediante ofertas de contratos de investimento coletivo foram investidos no passado é prova eloquente de que a destinação dos recursos, isoladamente considerada, é fator de pouca ou nenhuma relevância para a análise acerca da existência de um CIC. Laranjas certamente não são valores mobiliários, assim como não o são quartos de hotel, vagas de garagem, bois e avestruzes, para ficar apenas em alguns dos exemplos mais famosos no Brasil.”

<sup>6</sup> A caracterização dos condo-hotéis como um contrato de investimento coletivo já foi atestada pelo Colegiado em inúmeros precedentes, a ponto de já se ter, em certas ocasiões, dispensado o detalhamento dos precedentes, como o fez o Diretor Relator Gustavo Gonzalez, no PAS CVM nº 19957.003331/2018-68, j. em 01.10.2019, quando registrou que “[e]m benefício da síntese, não irei aqui me estender na discussão acerca da caracterização do condo-hotel como um contrato de investimento coletivo e da consequente necessidade de que as ofertas públicas de distribuição de tais contratos sejam feitas de acordo com as disposições da Lei nº 6.385/1976 e dos normativos e pronunciamentos editados pela CVM. Ressalto somente que os defendentes não trouxeram qualquer argumento que indique que os contratos referentes ao Empreendimento se distinguem daqueles utilizados em outros empreendimentos hoteleiros já examinados pela CVM, não havendo, portanto, razão para revisitarmos a discussão há muito superada.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### CAPÍTULO III – DO PREÇO

3 - O preço total, certo e ajustado para o presente compromisso de compra e venda é de **RS278.000,00 (duzentos e setenta e oito mil reais)**, sendo, R\$264.100,00 (duzentos e sessenta e quatro mil e cem reais) correspondente à(s) unidade(s) habitacional(is) autônoma(s) n.º 101 e 218 e o valor de R\$13.900,00 (treze mil e novecentos reais) referente à comissão imobiliária prevista no **Capítulo XIV**, que o (a) **PROMITENTE COMPRADOR (A)** compromete-se a pagar nas seguintes condições e prazos:

16. Também é nítida a natureza coletiva e de empreendimento comum do investimento<sup>7</sup>, que é formado por 132 unidades autônomas a serem exploradas em um sistema unificado de *pool*, com divisão dos resultados entre os investidores, proporcionalmente ao valor investido, conforme Considerandos I e II e Definições “i” e “o” do contrato:

**I – A PROMITENTE VENDEDORA** está promovendo a incorporação imobiliária para a construção de um empreendimento denominado HOTEL FIT TRANSAMÉRICA EXTREMA, em um imóvel denominado Lote 2, da Quadra Única do Loteamento Portal de Extrema, situado no Bairro da Ponte Alta, à Avenida Nicolau Cesarino, n.º 1.402, conforme descrito nas definições preliminares abaixo, constituído por uma torre contendo unidades habitacionais autônomas caracterizadas por suítes de hotel e áreas comuns caracterizadas por um espaço para eventos, restaurante, hall, business center e uma área descoberta da Edificação que servirá de estacionamento;

**II – A torre do Hotel** será constituída por 06 (seis) pavimentos de apartamentos, sendo 114 (cento e quatorze) unidades habitacionais autônomas hoteleiras do tipo executivo, 06 (seis) unidades habitacionais autônomas do tipo adaptadas para pessoas com deficiência (PCD) e 12 (doze) unidades habitacionais autônomas hoteleiras do tipo luxo, totalizando 132 (cento e trinta e duas) unidades habitacionais autônomas e respectivas áreas comuns, com destinação exclusiva hoteleira;

**i) POOL:** é o sistema unificado formado pelos Condôminos, SÓCIOS PARTICIPANTES, que congregam suas UNIDADES AUTÔNOMAS do Condo-Hotel, com o objetivo de explorá-las conjuntamente como meio de hospedagem, de modo uniforme e homogêneo, por meio da ou para a SÓCIA OSTENSIVA ou outra empresa do GRUPO TRANSAMÉRICA;

**o) FORMA DE CÁLCULO DOS DIVIDENDOS E FUNDO DE REPOSIÇÃO DE ATIVOS:** é a forma adotada pela SCP para pagamento dos dividendos à TRANSAMÉRICA e aos SÓCIOS PARTICIPANTES, proporcionalmente à suas participações na SCP, que no caso dos SÓCIOS PARTICIPANTES são calculadas de acordo com o número e tipo da(s) UNIDADE(S) AUTÔNOMA(S) de cada SÓCIO PARTICIPANTE, com base no RESULTADO LÍQUIDO, conforme previsto neste instrumento, e deverão observar o número total de UNIDADES AUTÔNOMAS integrantes do *Pool*. O FUNDO DE REPOSIÇÃO DE ATIVOS será de 5% (cinco por cento) do RESULTADO LÍQUIDO, deduzido o valor dos dividendos que caberá a SÓCIA OSTENSIVA.

17. Quanto ao requisito de direito de remuneração ou participação aos investidores, a Acusação apoiou-se na promessa de retorno do investimento entre 1,6% e 1,8% a.m., supostamente feita pelo corretor ao denunciante que negociou a aquisição de uma unidade (Relatório, §2). A Defesa rebate a afirmação, alegando ter sido fruto de simulação feita pelo denunciante e seu chefe, J.B.S.J., e que não teria sido oferecida remuneração aos compradores.

<sup>7</sup> Nesse sentido: PAS CVM n.º 19957.009444/2019-58, j. em 03.10.2023; PAS CVM n.º 19957.008632/2020-01 e PAS CVM n.º 19957.004489/2022-31, j. em 14.11.2023; e PAS CVM n.º 19957.010181/2022-25, j. em 20.11.2023, todos de minha relatoria, em que expliquei que a coletividade se refere às características próprias do projeto que se quer viabilizar com os recursos, i.e., recursos captados precisam ser utilizados em conjunto e indistintamente para um só empreendimento.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

18. Porém, tais argumentos não prosperam e não importam, pois mesmo que não tenha sido feita qualquer promessa com grandezas definidas ou estimadas, consta da Definição (o) do contrato, reproduzida acima, a previsão da distribuição de dividendos, do resultado líquido obtido com a operação do Empreendimento. Trata-se de participação, como sói (e como sugerem as expressões técnicas) aos sócios *participantes* da sociedade em conta de *participação* a que os investidores adquirentes das unidades do Empreendimento aderem, nos termos da Cláusula 5 do contrato e de Termo de Adesão a ele anexo<sup>8-9</sup>:

### CAPÍTULO V – CONTRATO DA SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO

5. - O (A) **PROMITENTE COMPRADOR (A)** da(s) unidade(s) habitacional(is) autônoma(s) supramencionada(s) do edifício **HOTEL FIT TRANSAMÉRICA EXTREMA**, padrão FIT TRANSAMÉRICA, a ser construído e incorporado na fração de área descrita no item 1 do Capítulo I, reconhece e assina neste ato o Termo de Adesão à Sociedade em Conta de Participação - **ANEXO I**, na qual irá figurar como Sócia Ostensiva a empresa **TRANSAMÉRICA COMERCIAL E SERVIÇOS LTDA. ("TRANSAMÉRICA")**, sendo que a **PROMITENTE VENDEDORA**, enquanto proprietária de unidades a serem construídas, e todos os proprietários, adquirentes/cessionários, permutantes ou

promitentes compradores das unidades habitacionais autônomas do referido EDIFÍCIO hoteleiro serão os Sócios Participantes.

5.1 - O (A) **PROMITENTE COMPRADOR (A)** declara ter pleno conhecimento e concordar que o edifício **HOTEL FIT TRANSAMÉRICA EXTREMA**, padrão FIT TRANSAMÉRICA, incluindo as unidades autônomas e as partes comuns ali existentes, será destinado para a exploração de atividades hoteleiras, por meio de um *pool* de locação e operado pela **TRANSAMÉRICA** por meio de Contrato de Administração, renunciando, o adquirente, a qualquer pretensão que possa intervir na natureza desta operação.

19. Por fim, o contrato também é claro quanto à circunstância de a remuneração advir dos esforços de terceiros ao prever a gestão do Empreendimento pela operadora hoteleira Transamérica, sócia ostensiva da SCP referida no §18 acima.

20. Veja-se, ademais, que a adesão à SCP vai contra qualquer argumento da Defesa de que os adquirentes das unidades hoteleiras poderiam dar a elas a destinação que quisessem. Os adquirentes podem dispor dos direitos que adquiriram, ou seja, dos direitos que detêm como sócios participantes da SCP, mas isto não se confunde com poder decidir como explorar o uso das unidades hoteleiras economicamente. Poder dispor dos direitos é próprio de qualquer valor mobiliário (e inclusive explica sua denominação como *mobiliário*), mas não decidir o que é feito com o patrimônio formado pelos recursos captados para gerar receitas.

21. Falta apenas avaliar se foram ofertados publicamente.

<sup>8</sup> P. ex. Doc. SEI 1253670, pp. 14-15.

<sup>9</sup> Conforme registrou Presidente Marcelo Trindade, ao relatar o PAS CVM nº RJ2006/3364, j. em 16.05.2007: “Embora falte personalidade jurídica à sociedade em conta de participação, não há dúvida de que nelas os sócios participantes investem recursos para que o sócio ostensivo exerça o objeto social com exclusividade (CC., art. 991), participando dos resultados. Tal contrato, portanto, confere aos sócios participantes direito de participação em rendimentos que advêm do esforço do empreendedor, e se é ofertado a diversas pessoas, e publicamente, preenche os requisitos de que trata o inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/76 para caracterizar-se como contrato de investimento coletivo.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- ***SOBRE TER OU NÃO HAVIDO OFERTA PÚBLICA***

22. Como já mencionado, a Acusação concluiu que a Apoema teria ofertado publicamente os CICs Hoteleiros vinculados ao Empreendimento (Relatório §9), utilizando-se dos três tipos de atos de distribuição mencionados no art. 19, § 3º, da Lei 6.385 para evidenciar o caráter público da oferta, quais sejam, em síntese, (i) prospectos; (ii) corretores; e (iii) serviços públicos de comunicação.

23. A Defesa alega que a Apoema teria sido procurada por um grupo fechado de investidores, formados por médicos, familiares e empresas congêneres, para desenvolver o Empreendimento, não tendo havido oferecimento ao público em geral, com as vendas tendo sido realizadas por contatos pessoais. Acrescenta que cerca de 67% dos compradores seriam médicos ou empresas do ramo de medicina e equivalentes (Relatório §20, “v”).

24. Passo, então, a analisar um a um os supostos atos de distribuição apontados pela Acusação, a começar pelo último: uma publicação em página da Apoema, com seu nome fantasia Oryba, na rede social Facebook (Relatório §3, “vi”). Como bem aponta a Defesa, a página traz apenas uma imagem do terreno onde seria construído o Empreendimento, anunciando a futura implantação de hotel com bandeira Transamérica na cidade de Extrema, sem qualquer informação sobre negociação de unidades ou investimento.

25. Acrescente-se, na mesma sentido, que, após a apresentação da Acusação, e de modo a atender solicitação da PFE visando apurar a eventual continuação da prática apontada como irregular<sup>10</sup>, a SRE verificou novamente a citada publicação na rede social, e apontou “(i) que o número de seguidores nas redes sociais da Oryba Incorporações é reduzido, (ii) que a última postagem feita na página de Facebook foi anterior ao envio do primeiro ofício de intimação; e (iii) que nenhuma outra denúncia foi recebida a respeito do empreendimento foi recebida”, concluindo ter havido a cessação da conduta irregular por parte dos Acusados<sup>11</sup>.

26. Em vista desses pontos, não considero tal publicação como evidência de utilização de serviços públicos de comunicação para ofertar publicamente o investimento. Na maioria dos precedentes relacionados a oferta irregular de valores mobiliários, em especial de condo-hotéis, a oferta por meios de comunicação se faz de forma ostensiva, em sites criados especificamente para a publicidade do projeto e com informações voltadas à captação de investidores<sup>12</sup>, o que em nada se assemelha à página dos autos.

---

<sup>10</sup> Doc. SEI 1260186.

<sup>11</sup> Doc. SEI 1265137.

<sup>12</sup> Cite-se, p. ex., entre outros, PAS CVM nº 19957.009925/2017-00, Diretor Relator Alexandre Costa Rangel, j. em 09.03.2021; PAS CVM nº 19957.003732/2020-32, Relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 115.06.2021; PAS CVM nº 19957.005011/2020-67, Diretora Relator Flávia Sant’Anna Perlingeiro, j. em 15.02.2022; e PAS CVM nº 19957.009778/2018-41, Diretor Relator Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, j. em 14.06.2022.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

27. Em relação à utilização de prospectos, a Acusação considerou como tal o material publicitário anexado pelo denunciante (Relatório, §9). O material, também apresentado pela Defesa, na forma de *book* de empreendimento, descreve o futuro hotel e detalha diversas características do projeto, na forma de *um pool* hoteleiro (Relatório §20, “vi”), sem, no entanto, conter qualquer informação financeira.

28. A Defesa aduz que o material era divulgado somente em caráter reservado ao grupo privado de investidores do Empreendimento. Há de se reconhecer que não há nos autos qualquer indicação de que o material tenha sido distribuído indiscriminadamente a qualquer pessoa, havendo apenas a sua entrega ao denunciante pelo corretor com quem o primeiro entrou em contato. Como alega a Defesa, o próprio denunciante informou ao corretor que teria tido conhecimento da oportunidade de investimento no Empreendimento por intermédio de um amigo que estaria adquirindo uma unidade, o que a meu ver corrobora a tese de que ele não teve acesso prévio ao material publicitário, que lhe teria sido entregue apenas privadamente. Concluo, dessa forma, que também os prospectos juntados aos autos não têm o condão de indicar que teria havido oferta pública.

29. Resta avaliar a utilização de corretores, contratados pela incorporadora para procurar por investidores. A Acusação, nesse sentido, aponta somente o corretor F.R., contactado pelo denunciante e que com ele manteve as tratativas que culminaram no pagamento do sinal para a aquisição de unidade do Empreendimento e na assinatura do respectivo contrato, em momento anterior à apresentação da denúncia à CVM.

30. Apesar de a Acusação apenas mencionar nominalmente um corretor, e o art. 19, §3º, II, da ICVM 400 exigir uma pluralidade de agentes, a literalidade do dispositivo não socorre a Defesa, pois houve, sim, mais de um corretor contratado. Os contratos anexados pela defesa trazem, em sua Cláusula 14, a informação de que as unidades objeto do contrato foram intermediadas pelos corretores de imóveis D.C.A.<sup>13</sup>, R.C.L.<sup>14</sup> e T.O.<sup>15</sup>.

31. Além disso, documento protocolado pela Defesa, com a declaração “*Pesquisas Internet - Busca: Fit Transamérica Extrema - Corretor – [A.]<sup>16</sup> - solicitamos retirada*”, remete a uma página no Facebook de uma corretora de imóveis anunciando o Empreendimento (sem, porém, qualquer referência à Apoema) e com a mensagem “*Quer receber todas as informações? Deixe seu contato ou nos chame inbox*”<sup>17</sup>.

<sup>13</sup> Doc. SEI 1253670, pp. 12, 27, 47, 62, 80, 113, 163, 178, 193, 208, 223, 238, 253, e Doc. SEI 1253673, pp. 8, 118 e 152.

<sup>14</sup> Doc. SEI 1253670, p. 97, e Doc. SEI 1253673 pp. 23, 38, 54, 69, 84.

<sup>15</sup> Doc. SEI 1253673, p. 137.

<sup>16</sup> Trata-se de uma inicial do nome do corretor, referido por extenso no documento.

<sup>17</sup> Doc. SEI 1253679.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

32. Esses dois últimos elementos demonstram objetivamente que a Apoema se utilizou de corretores (cinco, pelos elementos dos autos<sup>18</sup>) na intermediação das unidades do Empreendimento. Deve tal conclusão, no entanto, ser avaliada em conjunto com as anteriores, em especial com o fato de não ter sido identificada a utilização de sites ou outros meios de comunicação de massa, presente em quase todas as ocorrências de oferta irregular<sup>19</sup>.

33. Em outras palavras, uma oferta pública geralmente se traduz em diferentes atos de distribuição – com destaque, já há algum tempo, para os que se utilizam da divulgação pela internet –, “*que quando analisados em conjunto, buscam analisar, a rigor, se se faz presente em determinado caso concreto uma evidenciação de apelo à poupança popular*”<sup>20</sup>.

34. No presente caso, contudo, pelo até aqui exposto, o caráter público da oferta se comprovaria somente pela utilização de corretores, o que obriga a uma maior cautela, de modo a não se chegar a conclusões injustas. Nesse sentido, socorro-me da prestigiosa doutrina de Nelson Eizirik, que defende, para circunstâncias semelhantes:

“ser relevante determinar o número de pessoas procuradas pela companhia ou por seus representantes, posto que a realização de um número significativo de ofertas diretas também pode comprovar o eventual esforço da companhia na colocação pública dos valores mobiliários de sua emissão.

Isto porque, apesar de tal fator, isoladamente, não ser decisivo para configurar a natureza da oferta, é inegável que quanto maior o número de pessoas procuradas pela companhia emissora, maior será a probabilidade que a oferta seja caracterizada como pública”<sup>21</sup>,

35. Nesse sentido, observo da relação de adquirentes que, excluídos aqueles que permutaram unidades por prestação de serviços relacionados à sua construção<sup>22</sup>, restaram 34 investidores, número que não me parece “*ser decisivo para configurar a natureza da oferta*” como pública. Em continuação à citação acima, Eizirik também aponta que:

“a jurisprudência norte-americana já se manifestou no sentido de que: “(...) *the more offerees, the more likelihood that the offering is public*”.

A Rule 506 da Regulation D editada pela SEC isenta de registro qualquer oferta de valores mobiliários em que o número de aquisições realizadas por investidores não qualificados seja inferior a 35 (trinta e cinco), desde que a companhia não se utilize de meios de divulgação ao público em geral.

<sup>18</sup> Corretores D.C.A., R.C.L. e T.O., segundo os contratos. Os demais evidenciados são F.R., que lidou com o Denunciante, e A., referido no parágrafo 37 e nota de rodapé 33.

<sup>19</sup> Embora esse requisito não seja mandatório, pois, como observou a Dir. Flávia Perlingeiro, no PAS 19957.008401/2016-11 (08.09.2020), “*nada impede que uma oferta apresentada individualmente a potenciais investidores, sem o uso de meios de comunicação de massa, seja considerada pública*”. O uso de corretores pode constituir, dependendo de como for feito, instrumento de oferecimento generalizado a investidores a ponto de caracterizar a oferta como pública.

<sup>20</sup> Nos termos do voto do Dir. Rel. Alexandre Rangel, no julgamento do PAS nº 19957.003642/2020-41, em 03.05.2022.

<sup>21</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico, 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 214.

<sup>22</sup> Doc. SEI 1253662.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Ou seja, de acordo com esta regra, determinada distribuição de valores mobiliários não será considerada pública caso ela seja realizada com base em contatos diretos entre os representantes da emissora e até 35 (trinta e cinco) subscritores<sup>23</sup>.

36. É claro que não é o caso de aplicar a regra americana, aqui inexistente. Porém, o padrão dos 35 investidores utilizado nos EUA como “*safe harbor*” para inocorrência de oferta pública mostra ao menos que se trata de uma ordem de grandeza que em um mercado avançado é aceitável para ofertas privadas. O número exato em si não é aqui determinante: pode haver oferta pública com bem menos de 35 investidores, se ela tiver sido feita de maneira generalizada, bem como pode haver um empreendimento subscrito por muito mais investidores, desde que a apresentação e a negociação tenham sido individualizadas com cada um deles, sem as características que determinam a publicidade da oferta em nosso direito.

37. Ressalto, também, que a maioria dos investidores, conforme relação anexada pela Defesa (Relatório §21, “iii”), é realmente formada por médicos ou empresas do ramo de medicina e equivalentes, o que é compatível com a alegação da Defesa de que o Empreendimento teria sido negociado de forma privada com esse grupo de adquirentes.

38. No caso destes autos, o fato de o número adquirentes ser reduzido, *em conjunto* com a ausência de outras formas de distribuição pública do investimento, faz com que, a meu ver, a utilização de alguns corretores não seja suficiente para caracterizar a oferta como pública.

39. Concluindo, outros fatos seriam necessários para fazer prevalecer a tese da Acusação de que o Empreendimento foi objeto de oferta pública. Os elementos de prova presentes nos autos não têm a robustez necessária para isso, em vista dos contra-argumentos trazidos pela Defesa. A situação parece-me no máximo limítrofe, mas não em termos de tese jurídica, apenas de suficiência probatória. Como me remanescem dúvidas, elas pesam em favor dos acusados.

40. Convém esclarecer, ainda, acerca do ANPP firmado por Rodolfo Bueno (Relatório, §§27-30), os motivos pelos quais não o entendo apto a determinar a condenação em sede administrativa. Observa-se do ANPP que o acusado, de fato, reconhece ter oferecido suítes hoteleiras do empreendimento para investidores interessados “*sem autorização da CVM*” (Relatório §28). Entretanto, concordo com a Defesa no que afirma ser o cerne deste PAS exatamente a existência ou não da necessidade dessa autorização (Relatório, §31, “i”).

41. Cabe aqui, inclusive, um comparativo entre o ANPP e os termos de compromisso da CVM, que, apesar de semelhantes, possuem relevante diferença. Nos termos do Juízo que proferiu a homologação (Relatório, §28):

---

<sup>23</sup> Ibid. pp. 214-215.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O Acordo de Não Persecução Penal é um negócio jurídico processual entabulado exclusivamente entre o Ministério Público, o acordante e sua defesa, cabendo ao judiciário apenas a função de aferir os requisitos legais de existência e validade dos atos negociais, com a indispensável homologação.

Com efeito, **não há julgamento de mérito da pretensão acusatória** (...)

42. Ou seja, assim como no Termo de Compromisso, o caso é encerrado sem a resolução do mérito, que, à ocasião do inquérito penal, era a investigação pelo crime previsto no art. 7º, II, da Lei nº 7.492/86<sup>24</sup>. Diferentemente, porém, há a existência da confissão de determinada matéria fática (o que não ocorre nos termos de compromisso, cf. Art. 11, §5º, da Lei 6.385). No caso no caso, a confissão foi de ter havido negociação sem autorização da CVM, sem se confundir com uma confissão do crime em si.

43. Portanto, observa-se que o reconhecimento não foi da *ocorrência do crime*, mas apenas que negociou sem autorização da CVM. Incontáveis negociações ocorrem todos os dias que não passam pelo crivo desta Autarquia, simplesmente porque não são de sua competência.

44. Assim, entendo que a celebração do ANPP em nada interfere o que expus ao longo do voto sobre não haver, no presente caso, a necessidade de autorização da CVM, por não ter sido caracterizada a realização de oferta pública.

45. Por essas razões, voto pela **absolvição** da Apoema Incorporadora Ltda. e de Rodolfo Bueno Lycarião de Paula, da acusação de infração ao art. 19, caput, e § 5º, inciso I, da Lei nº 6.385/1976, e ao art. 5º da Instrução CVM nº 602/2018.

Rio de Janeiro, 16 de julho de 2024

**João Accioly**  
Diretor Relator

---

<sup>24</sup> “Art. 7º Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: II - sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados;”