



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.006440/2021-32

Reg. Col. nº 2960/23

Acusados: Objetiva Soluções em Consórcios S/S Ltda.
João Rodrigues Gimenez
Renan Calegari Moia
Maria José Frisco

Assunto: Possível oferta pública irregular de valores mobiliários

Relator: Presidente João Pedro Nascimento

Voto: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho o voto do Relator quanto à conclusão e aos bem lançados fundamentos para verificação da materialidade e autoria da oferta irregular, porém divirjo em relação à dosimetria aplicada, pelas razões a seguir expostas.
2. Em suma, adianto entender que a reprovabilidade é consideravelmente mitigada por alguns fatores demonstrados pela Defesa.
3. Reconheço que à primeira vista a denúncia apresentada pode sugerir, como sugeriu também a mim, uma ideia próxima de operação fraudulenta, pois o denunciante fala em pirâmide e é aparentemente corroborado pela estrutura de remuneração oferecida – 1% ao mês sobre os valores aportados, mais 0,5% ao mês sobre valores aportados por investidores indicados pelos sócios participantes.
4. Porém, em atenção aos argumentos que me foram destacados quando da distribuição de memoriais, procedendo a uma análise detida sobre a dinâmica dos fatos, formei o entendimento de que, como destacado da tribuna, tratava-se de um produto de investimento legítimo em sua substância, tendo sido objeto até mesmo de dispensa de registro pela CVM no período anterior aos fatos que compõem a acusação, quando parte de seus investidores aderiu ao projeto. Ademais, mesmo o prejuízo, que pode ocorrer em produtos legítimos do mercado de capitais, não chegou a ocorrer (o que extraio, nos autos, especialmente da leitura dos documentos relativos à tentativa de negociação do termo de compromisso, que tem na indenização de eventuais prejudicados um dos requisitos para sua possibilidade).
5. De outro lado, quanto à argumentação de que a Objetiva não teria praticado os atos de oferta pública, que teriam sido apenas de seus investidores, embora veja como uma



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

alegação legítima, concordo com a visão do Relator de que os sócios participantes funcionaram como *agentes* ou *representantes* (nos termos da Instrução CVM 400). A Defesa os descreve como terceiros, o que é compreensível pela falta de formalização de uma relação em que fossem expressamente tratados como representantes, mas entendo que a promessa de pagamento de 0,5% sobre o valor aportado já configura uma relação de agência ou representação suficiente. No limite, nunca há atuação “da pessoa jurídica”, um ente ficcional. Esta “age” por meio das pessoas naturais com os quais seus constituintes estabelecem alguma relação contratual (em sentido amplo) para que ajam no interesse daquele projeto comum. Isso me parece ainda mais claro numa hipótese em que o veículo é *efetivamente* desprovido de personalidade jurídica, como a sociedade em conta de participação, que se prova por qualquer meio – a rigor, a cada captação, formava-se uma nova sociedade de fato entre a Objetiva e cada sócio que capta novos investidores, restrita ao investimento feito por estes, e nesta relação o sócio captador não é meramente “participante” passivo, e sim um administrador ativo. Até concordo com a Defesa, nesse sentido, que esses sócios que tenham praticado os atos de oferta pública deveriam ter sido acusados por terem praticado a conduta, mas discordo que deversem tê-lo sido autonomamente: a meu ver, foi por meio deles que a Objetiva agiu.

6. Outro fator que me parece merecer atenção, também em respeito aos dedicados trabalhos da Defesa, é a aplicação de trechos do Parecer de Orientação nº 32. O Parecer diz que devem ser adotadas medidas preventivas para descaracterizar a oferta pública e lista três exemplos, sendo o primeiro e mais próximo do caso o referente a “impedir que o público em geral tenha acesso ao conteúdo da página”, o que, argumenta a Defesa, teria sido observado pela Objetiva ao impedir o acesso do público geral à página da oferta na internet. Em que pese um certo descasamento entre os termos do PO nº 32 e da ICVM 400, nesse quesito¹, considero que, embora a argumentação tenda demonstrar um erro de proibição por parte dos acusados – que teriam sido induzidos a agir como agiram baseados no parecer editado pela CVM para orientar os particulares em tais situações – ainda me

¹ Como afirma Daniel KOULBOFF:

Alega o parecer que o uso da Internet como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários caracteriza tal oferta como pública, uma vez que a Internet permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio. Dessa forma, salvo se medidas preventivas fossem tomadas, seria necessário o prévio registro de tais ofertas perante a CVM, nos termos do caput do art. 19. Entretanto, ainda havia questões a serem observadas. Por exemplo, constar em um website uma informação da existência de um investimento que não é disponível a qualquer pessoa poderia ser uma oferta pública? Pelo texto da Instrução CVM 400, é possível se entender que não, pois seria necessário ainda alguma forma de promoção do website, porém, pelo que se extrai do Parecer de Orientação 32, seria sim oferta pública, porque o mero uso da internet já a configuraria, salvo se adotadas hipóteses restritivas, ou seja, pela Instrução CVM 400, não bastaria o uso da internet, seria necessário ainda uma atuação ativa de promover o veículo de informação, enquanto, pelo parecer de orientação, o uso da internet em si já configuraria, sem precisar dessa promoção, e, inclusive, invertendo essa ordem, pois seria imprescindível uma atuação ativa no sentido de restringir esse acesso para não configurar oferta pública. KOULBOFF, Daniel Coachman. *O panorama da regulamentação de criptomoedas no Brasil*. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 105. ano 27. São Paulo: Ed. RT, jul./set. 2024. Disponível em: <https://revistadostribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rl& marg=DTR-2024-9737>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

parece, na análise que me foi possível fazer dos autos, que o grau de facilidade de acesso descrito no voto do Presidente é suficiente para configurar a oferta como pública.

7. De todo modo, entendo tais elementos – especialmente os tratados no §4 acima, e em limitada medida os do §6 – como fatores para mitigação da gravidade da conduta no caso concreto. Embora em precedentes recentes o Colegiado tenha aplicado os percentuais de 20% para a pessoa jurídica e 5% para as pessoas naturais, é também fato que os percentuais são relativizados em alguns casos.

8. Quando os montantes captados são excessivamente baixos, ou mesmo quando não chega a haver qualquer investimento, e em tais situações aplica-se uma quantia fixa (como R\$ 300 mil)². É de se lembrar, afinal, que a irregularidade é *formal*, isto é, não requer a produção do resultado de efetivação de qualquer investimento por parte do público investidor.

9. No sentido inverso, mesmo alguns casos de volumes gigantescos movimentados, há a dissociação do valor da multa e dos valores efetivamente captados, mas por razões de falta de identificação das grandezas exatas³. Por outro lado, nos exemplos citados de volumes elevados, há uma importante distinção adicional (i.e., além da prévia dispensa de registro e ausência de prejuízos) em relação ao caso destes autos, que é a cumulatividade da acusação de operação fraudulenta, o que inevitavelmente acaba por compor, a meu ver, as razões de decidir sobre a gravidade da conduta autônoma de oferta irregular.

10. O caráter formal da infração, assim, é observado quanto à verificação da materialidade, mas seus eventuais resultados acabam contabilizados na dosimetria. Embora neste caso não haja um problema, ao que pude apurar, de identificação de quantias captadas, entendo que a mesma lógica que determina percentuais maiores em hipóteses de investimento efetivo ínfimo (ou um valor arbitrado se não há qualquer captação) pode determinar a adoção de percentuais inferiores, diante de volumes captados vultosos, cuja aplicação de percentual aplicado a outros casos gere uma punição excessiva diante da gravidade do caso. No caso aqui presente, está-se falando em um volume total captado de mais de R\$ 34 milhões de reais em valores históricos, e multas cujo total supera R\$ 10 milhões, quando condutas similares e mesmo mais graves recebem penalidades bem mais brandas (pelos valores absolutos) às vezes até mesmo porque o produto é menos atraente. Num caso sem alegações de fraude ou prejuízo, a mera aplicação de percentual pode levar à situação, a meu ver incompatível com os objetivos da lei, em que os

² Exemplos com pena-base de R\$ 300 mil: PAS 19957.005524/2022-30, Rel. Dir. Otto Lobo, j. em 16.07.2024; PAS 19957.010195/2021-68, Rel. Dir. Otto Lobo, j. em 21.11.2023; e PAS 19957.010181/2022-25, de minha relatoria, j. 30.01.2023. Nos três, a pena-base foi de R\$ 300 mil.

³ PAS 19957.009444/2019-58, de minha relatoria, j. 03.10.2023 e PAS 19957.002835/2022-47, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. 29.08.2023



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

envolvidos numa oferta irregular acabam punidos adicionalmente pela sua boa atuação *como empreendedores* (i.e., gerando resultados para os investidores), quando comparados a outros que tenham incorrido na mesma irregularidade (oferta sem registro ou dispensa), mas beneficiando menos – ou até prejudicando – o principal bem jurídico tutelado, que é a poupança popular (ou direito de propriedade do público investidor).

11. O raciocínio encontra um precedente observado até recentemente, pelos tribunais cíveis, na estipulação de honorários de sucumbência, em que para valores de causa ínfimos a lei prevê o arbitramento por equidade, ou seja, fora dos percentuais previstos, e as cortes aplicavam a mesma dissociação dos percentuais para causas de valor excessivamente alto. Porém, diferentemente daquelas circunstâncias, a lei aqui não prevê o percentual, e aqui não se trata de remuneração e sim punição – algo muito mais adequado a juízo de excessividade e desproporcionalidade. Assim, se para volumes ínfimos ou nulos se aplica um valor que não é um percentual do volume da captação, também me parece razoável que se relativize o percentual se o volume for excessivamente elevado, especialmente à luz de elementos fortemente mitigadores da gravidade como as que entendo presentes.

12. Por tais fundamentos, voto pela aplicação de multas nos percentuais, já consideradas as atenuantes, de 5% para a pessoa jurídica, em R\$ 1.473.390,00, e 1% para cada pessoa natural, em R\$ 294.678,00.

Brasília, 13 de agosto de 2024.

João Accioly

Diretor