



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.001908/2021-01

Reg. Col. 2461/22

**Acusados:** Bluebenx Tecnologia Financeira S.A.

Roberto de Jesus Cardassi

**Assunto:** Apurar responsabilidade por suposta oferta pública de distribuição de valores mobiliários sem a obtenção do registro.

**Relator:** Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SRE em face dos Acusados, para apurar eventuais responsabilidades de:

(i) **Bluebenx**, na qualidade de ofertante, por suposta realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, sem o devido registro na CVM, em descumprimento ao que preceituam o art. 19 da Lei nº 6.385/76 e o art. 2º da ICVM 400, e sem a dispensa de registro de que tratam o inciso I do § 5º do art. 19 da Lei 6.385/76 e o 4º da ICVM 400, infração considerada grave nos termos do art. 59, inciso II, da mesma Instrução, em vigor à época.

(ii) **Roberto Cardassi**, na qualidade de sócio administrador de Bluebenx<sup>2</sup>, por ter esta supostamente realizado oferta pública de distribuição de valores mobiliários, sem o devido registro na CVM, em descumprimento ao que preceituam o art. 19 da Lei nº 6.385/76 e o art. 2º da ICVM 400, e sem a dispensa de registro de que tratam o inciso I do § 5º do art. 19 da Lei 6.385/76 e o 4º da ICVM 400.

---

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

<sup>2</sup> Conforme responsabilidade atribuída, nos termos do art. 56-B da ICVM 400, em vigor à época, nos seguintes termos: “Art. 56-B. Os administradores do ofertante, dentro de suas competências legais e estatutárias, são responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas ao ofertante por esta Instrução.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

2. Conforme descrito mais detalhadamente no Relatório, a Acusação informa que, por meio de seu sítio eletrônico, a Bluebenx oferecia publicamente investimentos na forma de Tokens, que eram lastreados em criptomoedas, precatórios, títulos públicos e imóveis.
3. No entendimento da Acusação, os referidos Tokens, se submetidos ao chamado “Howey Test”<sup>3</sup>, caracterizam-se como os CICs de que trata o inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76, os quais, por sua vez, são considerados como valores mobiliários sujeitos ao regime desta lei, “quando ofertados publicamente”, nos termos do referido dispositivo.
4. Segue, então, a Acusação, destacando a característica pública da oferta, uma vez que os CICs em tela eram ofertados por meio de *site* e rede social (Facebook), atingindo ao público em geral.
5. Dessa forma, a Acusação concluiu que se tratar efetivamente de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, conforme as definições constantes do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76, do inciso III do § 2º do art. 19 da Lei nº 6.385/76 e do inciso IV do art. 3º da ICVM 400.
6. Acrescentou a Acusação que Bluebenx manteve a oferta em andamento, utilizando-se de sua página na *internet* (<https://bluebenx.com/>), mesmo após os ofícios enviados pela Área Técnica, alertando sobre a ocorrência de oferta irregular.
7. Já os Acusados alegam preliminarmente: (i) prejuízo ao direito de ampla defesa, pelo fato de o TA fazer referências numéricas (identificadoras) aos documentos constantes do Processo Originário, e não aos documentos deste PAS; (ii) decurso do prazo prescricional

---

<sup>3</sup> Para a caracterização do contrato de investimento coletivo, a CVM tem reproduzido os critérios empregados pelo Howey Test, com as devidas adaptações à legislação pátria. Tais parâmetros são ilustrados nos diversos precedentes sobre o tema: (i) PAS CVM nº 19957.009925/2017-00, Dir. Rel. Alexandre Costa Rangel, j. em 09/03/2021; (ii) PAS CVM nº 19957.010438/2017-81, Dir. Rel. Alexandre Costa Rangel, j. em 17/08/2021; (iii) PAS CVM nº 19957.009925/2017-00, Dir. Rel. Alexandre Costa Rangel, j. em 09/03/2021; (iv) PAS CVM nº 19957.003406/2019-91, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 26/10/2020; (v) PAS CVM nº 19957.010628/2019-61, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 01/09/2020; (vi) PAS CVM nº 19957.007994/2018-51, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 09/06/2020; (vii) PAS CVM nº 19957.006343/2017-63, Dir. Rel. Carlos Rebello, j. em 09/06/2020; (viii) PAS CVM nº 19957.008445/2016-32, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 18/02/2020; (ix) PAS CVM nº 19957.003593/2018-22, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 29/01/2019; (x) PAS CVM nº RJ2007/11593, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 15/01/2008; e (xi) PAS CVM nº RJ2006/3364, Pres. Rel. Marcelo Trindade, j. em 16/05/2007.

Além disso, a sessão 4.1 do Parecer de Orientação CVM nº 40/2022 consolida os entendimentos atuais da Autarquia sobre o tema.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

para o exercício da pretensão punitiva, nos termos do art. 10 da ICVM 607<sup>4</sup>, em vigor à época; (iii) que ao presente caso se aplica a utilização de “outros instrumentos menos gravosos de medidas de supervisão aos presentes DENUNCIADOS”, conforme possibilidade prevista no inciso I do art. 4º da ICVM 607<sup>5</sup>; (iv) que ao presente caso se aplicam as garantias constitucionais, ponto em que faz menção aos arts. 1º e 170 da Constituição Federal, bem como a “livre iniciativa” e o “livre exercício de atividade econômica”, tal como previstos no art. 1º da Lei 13.874/09<sup>6</sup>, motivo pelo qual, em suas palavras: *“ao analisar todas as atividades desta empresa devemos nos voltar as interpretações legislativas aplicadas por essa lei, principalmente no que concerne a livre iniciativa de trabalho, a boa-fé, o reconhecimento de vulnerabilidade do particular perante o Estado e suas Autarquias, visando sempre a incentivar a permanência de pessoas e empresas como os DENUNCIADOS em nosso País”*, ponto em que evoca ainda a presunção de inocência de que trata o art. 2º da ICVM 607<sup>7</sup>; (v) para a atividade que desenvolvem não há regulamentação específica; e (vi) a denúncia apresentada no âmbito do Processo Originário trata-se de uma *“fraude jornalística, trazendo, assim, vícios da acusação desde o seu início”*.

8. Ademais, no mérito, os Acusados sustentam: (i) que os produtos ofertados não se caracterizam como valores mobiliários, uma vez que se referem a criptomoedas, para as quais não há previsão regulatória no Brasil (nesse sentido, destacam entendimento do STJ, manifestado no CC nº 161.123/SP, relatado pelo Exmo. Min. Sebastião Reis Junior)<sup>8</sup>, bem

---

<sup>4</sup> “Art. 10. Os trabalhos de investigação deverão ser concluídos em 120 (cento e vinte) dias contados da data de instauração do inquérito administrativo, podendo tal prazo ser prorrogado, mais de uma vez, por meio de pedido motivado encaminhado à Superintendência Geral, com indicação de novo prazo.”

<sup>5</sup> “Art. 4º Considerando as informações obtidas na investigação das infrações administrativas, as superintendências poderão: I – deixar de lavrar termo de acusação nos casos em que: a) concluir pela inexistência de irregularidades ou pela extinção da punibilidade; ou b) restar demonstrada a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e a possibilidade de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivos;”

<sup>6</sup> “Art. 1º Fica instituída a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, que estabelece normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica e disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador, nos termos do inciso IV do caput do art. 1º, do parágrafo único do art. 170 e do caput do art. 174 da Constituição Federal.” (grifou-se).

<sup>7</sup> “Art. 2º Nos procedimentos de que trata esta Instrução, a CVM observará os princípios da legalidade, da finalidade, da motivação, da razoabilidade, da proporcionalidade, da moralidade, da ampla defesa, do contraditório, da segurança jurídica, do devido processo legal, da presunção de inocência, da celeridade processual, do interesse público, da impessoalidade, da eficiência e da publicidade.”

<sup>8</sup> “*Ementa: CONFLITO NEGATIVO DE COMPETÊNCIA. INQUÉRITO POLICIAL. JUSTIÇA ESTADUAL E JUSTIÇA FEDERAL. INVESTIGADO QUE ATUAVA COMO TRADER DE CRIPTOMOEDA (BITCOIN),*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

como se referem a precatórios, títulos públicos e imóveis, produtos não definidos como valores mobiliários, segundo o rol previsto no art. 2º da Lei 6.385/76; e (ii) que a forma como oferta era feita não a caracteriza como pública, uma vez que, embora se desse por meio de *site* a que qualquer pessoa tivesse acesso, era necessário ao potencial interessado o preenchimento de formulário e a aceitação de termos e condições de uso, a fim de que, então, pudesse efetivamente acessar as áreas de negócios do *site* e possibilitar a realização dos investimentos oferecidos.

9. Alegam, ainda, os Acusados que a Acusação se confunde ao considerar que o meio utilizado para a divulgação do negócio (o uso de *site* e rede social) é, ao mesmo tempo, “a oferta” e “o produto”.

10. Por fim, os Acusados apresentam como atenuantes: (i) a confissão do ato ilícito; (ii) os bons antecedentes; (iii) as tentativas de regularização da infração; (iv) a boa-fé; e (v) a adoção de mecanismos de integridade.

## II. PRELIMINARES

11. Como mencionado, os Acusados arguíram, em sede preliminar, os seis pontos destacados abaixo, sobre os quais passo a discorrer, adiantando, contudo, que voto pela rejeição de todas as preliminares, como se verá.

### II.1 – PREJUÍZO AO DIREITO DE AMPLA DEFESA

12. Os Acusados alegam prejuízo ao direito de ampla defesa, pelo fato de o TA fazer

---

*OFERECENDO RENTABILIDADE FIXA AOS INVESTIDORES. INVESTIGAÇÃO INICIADA PARA APURAR OS CRIMES TIPIFICADOS NOS ARTS. 7º, II, DA LEI N. 7.492/1986, 1º DA LEI N. 9.613/1998 E 27-E DA LEI N. 6.385/1976. MINISTÉRIO PÚBLICO ESTADUAL QUE 15 CONCLUIU PELA EXISTÊNCIA DE INDÍCIOS DE OUTROS CRIMES FEDERAIS (EVASÃO DE DIVISAS, SONEGAÇÃO FISCAL E MOVIMENTAÇÃO DE RECURSO OU VALOR PARALELAMENTE À CONTABILIDADE EXIGIDA PELA LEGISLAÇÃO). INEXISTÊNCIA. **OPERAÇÃO QUE NÃO ESTÁ REGULADA PELO ORDENAMENTO JURÍDICO PÁTRIO. BITCOIN QUE NÃO TEM NATUREZA DE MOEDA NEM VALOR MOBILIÁRIO. INFORMAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB) E DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). INVESTIGAÇÃO QUE DEVE PROSSEGUIR, POR ORA, NA JUSTIÇA ESTADUAL, PARA APURAÇÃO DE OUTROS CRIMES, INCLUSIVE DE ESTELIONATO E CONTRA A ECONOMIA POPULAR. 1. A operação envolvendo compra ou venda de criptomoedas não encontra regulação no ordenamento jurídico pátrio, pois as moedas virtuais não são tidas pelo Banco Central do Brasil (BCB) como moeda, nem são consideradas como valor mobiliário pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), não caracterizando sua negociação, por si só, os crimes tipificados nos arts. 7º, II, e 11, ambos da Lei n. 7.492/1986, nem mesmo o delito previsto no art. 27-E da Lei n. 6.385/1976.” (grifos deles)***



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

referências numéricas (identificadoras) aos documentos constantes do Processo Originário, e não aos documentos deste PAS. Por esse motivo, então, solicitam a nulidade da Acusação, bem como que seja concedido novo prazo para a apresentação de sua defesa.

13. Sobre esse ponto, destaco que os Acusados tiveram amplo acesso a ambos os processos, tanto na fase de apuração dos fatos, o que ocorreu no âmbito do Processo Originário, quanto, posteriormente, no que foi tratado neste PAS; e tiveram, assim, total possibilidade de conferir as referências cruzadas feitas no TA que, por sua vez, não apresentou qualquer ineditismo que pudesse surpreender ou confundir os Acusados, quando comparado ao que fora tratado no Processo Originário.

14. Assim, entendo não ser justificável o referido pleito e voto pelo seu indeferimento.

### II.2 – DECURSO DO PRAZO PRESCRICIONAL

15. Os Acusados alegam, ainda, a perda de prazo prescricional para o presente caso, nos termos do art. 10 da ICVM 607<sup>9</sup>, em vigor à época, uma vez que, em suas palavras: *“entre a denúncia e a instauração do presente termo acusatório decorreu prazo superior aos 120 (cento e vinte dias), visto que teve o seu início em 08.08.2019 e somente foi ofertada denúncia em 11.03.2021, sem que existisse nos autos qualquer tipo de pedido de prorrogação do prazo devidamente motivado ou mesmo aceitação desta continuidade pela Superintendência Geral”*.

16. Nesse ponto, ressalto que o art. 10 da ICVM 607 não tratava de prazo prescricional aplicável a processos administrativos conduzidos pelas áreas técnicas da CVM, que viessem a evoluir para a instauração de PAS, mas sim de inquéritos administrativos “conduzido[s] pela Superintendência de Processos Sancionadores – SPS”, nos termos do art. 9º da mesma ICVM 607<sup>10</sup>, o que não tem relação com o caso ora analisado.

17. Dessa forma, entendendo não ser sequer aplicável o referido pleito, motivo pelo qual voto pelo seu indeferimento.

---

<sup>9</sup> “Art. 10. Os trabalhos de investigação deverão ser concluídos em 120 (cento e vinte) dias contados da data de instauração do inquérito administrativo, podendo tal prazo ser prorrogado, mais de uma vez, por meio de pedido motivado encaminhado à Superintendência Geral, com indicação de novo prazo.”

<sup>10</sup> “Art. 9º O inquérito administrativo deverá ser conduzido pela Superintendência de Processos Sancionadores – SPS”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### II.3 – USO DE INSTRUMENTOS MENOS GRAVOSOS DE MEDIDAS DE SUPERVISÃO

18. Os Acusados alegam que ao presente caso se aplica o previsto no inciso I do art. 4º da ICVM 607<sup>11</sup>, “*utilizando-se de outros instrumentos menos gravosos de medidas de supervisão aos presentes DENUNCIADOS*”, uma vez que, ainda em suas palavras: “[e]m todas as oportunidades que fora indagada através de ofícios encaminhados, **CUMPRIU** fielmente o que lhe foi solicitado e sempre esteve em constante modificação para não cometer irregularidades. (...) nas duas oportunidades em que recebeu ofício informando que uma das páginas do seu site trazia informações que poderiam ser interpretadas como oferta pública de investimento (CIC), imediatamente a empresa retirou a página do ar.” (grifos originais).

19. Sobre esse ponto, destaco que, de fato, tanto o artigo 9º, § 4º, da Lei nº 6.385/76<sup>12</sup>, quanto o art. 4º, inciso I, da Resolução CVM nº 45/2021 preveem a possibilidade de a CVM deixar de instaurar PAS, nos casos em que conclua pela “*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*”.

20. No presente caso, contudo, não há que se falar em pouca relevância da conduta ou baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado, sobretudo ao considerarmos: (i) a importância do tema para o mercado de capitais (oferta pública irregular de distribuição de valores mobiliários, considerada, inclusive, infração grave, nos termos do inciso II do art. 59 da ICVM 400); (ii) o valor envolvido, na ordem de R\$ 2 milhões, em captação junto a pelo menos 265 investidores, conforme os próprios Acusados mencionaram em sua razão de

---

<sup>11</sup> “Art. 4º Considerando as informações obtidas na investigação das infrações administrativas, as superintendências poderão: I – deixar de lavrar termo de acusação nos casos em que: a) concluir pela inexistência de irregularidades ou pela extinção da punibilidade; ou b) restar demonstrada a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e a possibilidade de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivos;”

<sup>12</sup> Lei 6.385 –

“Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

(...)

§ 4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão priorizará as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado, e poderá 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.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

defesa<sup>13</sup>; e (iii) a comprovada continuidade da prática da atividade supostamente considerada como ilícita, o que, por sua vez, foi fator impeditivo para o acolhimento por parte do Colegiado da CVM de Termos de Compromisso, conforme propostos pelos Acusados, em duas ocasiões distintas.

21. Ademais, sobre os ilícitos que atentam contra o mercado de capitais em geral, sujeitos à atividade sancionadora desta Autarquia, deve-se ter em mente os *“efeitos mais amplos sobre a credibilidade no funcionamento do mercado de capitais (...) que referidas condutas podem provocar”*<sup>14</sup>.

22. Por tais razões, então, voto pelo indeferimento da preliminar em tela.

### II.4 – GARANTIAS CONSTITUCIONAIS, LIVRE INICIATIVA E LIVRE EXERCÍCIO DE ATIVIDADE ECONÔMICA

23. Os Acusados alegam, ainda, que ao presente caso se aplicam as garantias constitucionais, ponto em que fazem menção aos arts. 1º e 170 da Constituição Federal, bem como a “livre iniciativa” e o “livre exercício de atividade econômica”, tal como previstos no art. 1º da Lei da Liberdade Econômica<sup>15</sup>, motivo pelo qual, em suas palavras: *“ao analisar todas as atividades desta empresa devemos nos voltar as interpretações legislativas aplicadas por essa lei, principalmente no que concerne a livre iniciativa de trabalho, a boa-fé, o reconhecimento de vulnerabilidade do particular perante o Estado e suas Autarquias, visando sempre a incentivar a permanência de pessoas e empresas como os DENUNCIADOS em nosso País”*, ponto em que evocam ainda a presunção de inocência de

---

<sup>13</sup> Folhas 25 e 26 do Doc. 1301066:

“Por fim novamente ressalta-se que os ofícios encaminhados foram de dois produtos diferentes, ou seja, SPREAD e BONDS, assim a informações encaminhada a CVM tiveram também as suas divisões de clientes e valores. Sendo que na primeira oportunidade quando informado que possuía 105 clientes com valores investidos inicialmente de R\$ 1.115.000,00 (um milhão, cento e quinze mil reais) eram somente correspondentes ao SPREAD e que o valor de R\$ 900.000,00 (novecentos mil reais) em total de 164 clientes era referente ao produto BONDS, relembrando que esse produto não é mais comercializado e foi descontinuado pelos DENUNCIADOS.”

<sup>14</sup> PAS CVM nº 19957.007122/2023-51, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 30/04/2024.

<sup>15</sup> Lei 13.874/09 - “Art. 1º Fica instituída a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, que estabelece normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica e disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador, nos termos do [inciso IV do caput do art. 1º](#), do [parágrafo único do art. 170](#) e do [caput do art. 174 da Constituição Federal](#).”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

que trata o art. 2º da ICVM 607<sup>16</sup>.

24. Sobre este ponto, vale destacar que o exercício das “garantias constitucionais”, bem como os princípios da “livre iniciativa” e do “livre exercício de atividade econômica”, tais como evocaram os Acusados, nos termos supramencionados, não prescindem da observação das leis e normas regulamentadoras que visem garantir proteções essenciais para os respectivos setores de atuação dos eventuais interessados, bem como de toda a sociedade, tais como o interesse público, a concorrência leal, o consumidor (no caso da CVM, o investidor), a lisura do mercado de capitais, a preservação do meio ambiente e outros aspectos sociais e econômicos<sup>17</sup>.

25. Nesse sentido, muitas normas editadas por diferentes órgãos competentes explicitam essa característica no corpo de seus textos. No caso da ICVM 400, por exemplo, seu art. 1º contemplava essa particularidade, nos seguintes termos:

“Art. 1º Esta Instrução regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário e tem por fim assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais

---

<sup>16</sup> ICVM 607 - “Art. 2º Nos procedimentos de que trata esta Instrução, a CVM observará os princípios da legalidade, da finalidade, da motivação, da razoabilidade, da proporcionalidade, da moralidade, da ampla defesa, do contraditório, da segurança jurídica, do devido processo legal, da presunção de inocência, da celeridade processual, do interesse público, da impessoalidade, da eficiência e da publicidade.”

<sup>17</sup> A título de exemplo, vale mencionar:

- 1- Mercado de capitais: Lei nº 6.385/76, Lei nº 6.404/76, normas editadas pela CVM;
- 2- Legislação fiscal e tributária: normas que regulamentam a arrecadação de impostos e taxas que os contribuintes (pessoas naturais e jurídicas) devem recolher;
- 3- Legislação sanitária e ambiental: leis que estabelecem padrões para a preservação ambiental, que devem ser observadas pelos agentes econômicos no exercício de atividades potencialmente danosas;
- 4- Direitos do consumidor: normas que protegem os consumidores e asseguram práticas comerciais justas, amenizando o desequilíbrio que, em regra, se observa nas relações entre fornecedores e consumidores;
- 5- Legislação trabalhista: regras que garantem direitos e condições justas de trabalho para os empregados, assim como os direitos dos empregadores, sempre levando em conta o desequilíbrio que tende a existir nas relações entre patrões e empregados;
- 6- Concorrência: leis antitruste que visam evitar práticas monopolistas, oligopolistas, a formação de cartéis e outras práticas prejudiciais à livre concorrência, bem como promover a competição saudável entre os agentes econômicos, com vistas a melhorar a qualidade dos produtos e serviços ofertados; e
- 7- Licenciamento e autorizações: Exigências para a obtenção de licenças e alvarás necessários para o funcionamento de determinados tipos de atividades econômicas.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

peçoas envolvidas.” (grifou-se)

26. Ou seja, as regulamentações complementares são essenciais para promover, em sua extensão máxima, todas as garantias constitucionais, incluindo os princípios da “livre iniciativa” e do “livre exercício de atividade econômica”, tais como evocaram os Acusados, mas também a responsabilidade social, o bem-estar coletivo e outros valores e interesses sociais relevantes, constituindo, assim, marcos necessários para que se assegure a proteção desses interesses.

27. Isso posto, não vejo necessidade de me estender tanto mais nesse tema para fundamentar meu voto de indeferimento da preliminar em tela.

### II.5 – AUSÊNCIA DE REGULAMENTAÇÃO ESPECÍFICA

28. Os Acusados também alegam não haver regulamentação específica para a atividade que desenvolvem, uma vez que, em suas palavras: *“atuam no mercado de criptomoeda, tendo como atividade única a compra e venda de moedas virtuais, através das quais com as suas valorizações obtém lucros e dividem esses com os seus clientes.”*; ainda sobre esse ponto, acrescentam: *“A própria CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e o Banco Central não reconhecem a existência das criptomoedas; não podemos, por lógica, considerar a existência de qualquer oferta deles como sendo um investimento, quem dirá um investimento coletivo. Outrossim trata-se de uma oferta inexistente ou mesmo um produto inexistente para a legislação pátria.”*

29. Sobre esse ponto, vale destacar que, conforme ficou comprovado pela Acusação (como veremos mais adiante), Bluebenx ofertava Tokens, e não as criptomoedas e os demais ativos em si, atraindo, por conseguinte, a atenção e fiscalização da CVM.

30. Nesse sentido, é esclarecedor o seguinte texto disponibilizado publicamente pela CVM em seu *site*, quanto à sua atuação sobre criptoativos:

*“Os criptoativos são ativos virtuais, protegidos por criptografia, presentes exclusivamente em registros digitais, cujas operações são executadas e armazenadas em uma rede de computadores. Há situações onde os criptoativos podem ser caracterizados como valores mobiliários, por exemplo, quando configuram um contrato de investimento coletivo. Nessa*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

situação, a oferta deve ser realizada de acordo com a regulação da CVM.

Quando se tratar apenas de uma compra ou venda de moeda virtual (ex. Bitcoin), a matéria não é da competência da CVM.”<sup>18</sup> (grifou-se)

31. Há que se observar, ainda, que há tempos a CVM envida esforços para tornar mais clara sua atuação sobre a matéria, como bem notou o Presidente João Pedro Nascimento em caso recente no qual este Colegiado analisou se determinado produto caracterizava ou não CIC para os fins da regulamentação da CVM<sup>19</sup>:

“10. A regulação e a jurisprudência administrativa da CVM têm se atualizado em busca de conferir maior clareza e previsibilidade sobre o que se enquadra no conceito de valor mobiliário, especialmente no que se refere aos CICs e suas múltiplas facetas. O conceito de valor mobiliário tem natureza funcional-instrumental, sendo fundamental para delimitar o regime mobiliário e, conseqüentemente, a competência da CVM.

11. Recentemente, por meio da edição de pareceres de orientação e ofícios circulares e da emissão de *stop orders*, a CVM tem provido recomendações e orientações claras e precisas aos agentes de mercado quanto às interseções entre o mercado de capitais e a criptoconomia, inclusive quanto aos critérios utilizados pela Autarquia para caracterizar determinado produto e/ou oportunidade de investimento envolvendo criptoativos como CIC.”

32. Feitas as colocações acima, considero desnecessário me estender também sobre esse ponto, a fim de demonstrar que não deve prosperar a alegação dos Acusados quanto a não haver regulamentação específica para a atividade que desenvolvem, motivo pelo qual voto pelo indeferimento do referido pleito preliminar.

### II.6 – A DENÚNCIA É UMA FRAUDE JORNALÍSTICA

33. Por fim, os Acusados alegaram, em suas preliminares que a denúncia apresentada no âmbito do Processo Originário tratava-se de uma “*fraude jornalística, trazendo, assim,*

---

<sup>18</sup> A informação pode ser acessada na página sobre [Ofertas/Atuações Irregulares](#).

<sup>19</sup> Recurso contra decisão da SRE, no âmbito do Processo Administrativo CVM nº 19957.014289/2022-97, analisado em reunião do Colegiado da CVM ocorrida em 30/04/2024.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

*vícios da acusação desde o seu início”.*

34. Sobre esse ponto, vale esclarecer que a denúncia feita à SOI/GOI-2 foi tratada no âmbito do Processo Originário, à época, tanto pela SOI/GOI-2, de forma preliminar, quanto, pela SRE/GER-3, área de competência sobre o tema, de forma mais específica.

35. Pelo que se observa naquele Processo Originário, ambas as áreas técnicas não se detiveram ao que fora denunciado para formar seus relatórios sobre o caso. Pelo contrário, consultaram os *sites* e redes sociais de Bluebenx, bem como solicitaram-lhe esclarecimentos sobre os fatos, com vistas a que prestasse os seus próprios esclarecimentos e apresentasse documentos sobre suas atividades, dando, assim, total oportunidade de defesa.

36. Da mesma forma, já no âmbito do presente PAS, Bluebenx teve ampla possibilidade de defesa e de demonstração, mediante contraprovas, de que suas atividades não se configurariam em oferta pública irregular de valores mobiliários.

37. Ou seja, não prospera a alegação de que o presente PAS não deve ir adiante, pela alegação de que a denúncia apresentada no âmbito do Processo Originário supostamente decorreria de uma *“fraude jornalística, trazendo, assim, vícios da acusação desde o seu início”*, motivo pelo qual voto pelo indeferimento também desse pleito preliminar.

### III. AUTORIA E MATERIALIDADE

38. Como adiantado, a Acusação imputou aos Acusados a prática de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, sem o devido registro na CVM, em descumprimento ao que preceituam o art. 19 da Lei nº 6.385/76 e o art. 2º da ICVM 400, bem como sem a dispensa de registro de que tratam o inciso I do § 5º do art. 19 da Lei 6.385/76 e o 4º da ICVM 400.

39. A oferta pública indevida seria de CICs, segundo a Acusação. Isso traz especificidade para este caso, uma vez que, nos termos do inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/76, um CIC só é considerado valor mobiliário se distribuído publicamente.

40. Assim, passo a analisar separadamente se os produtos ofertados podem ser caracterizados como CICs, a fim de que, em seguida, se a oferta tal como realizada pode ser caracterizada como pública.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### III.1- CARATERIZAÇÃO DOS PRODUTOS OFERTADOS COMO CICs

41. Quanto ao fato de os produtos ofertados serem ou não caracterizados como CICs, destaco que a CVM já enfrentou esse tema em diversas oportunidades<sup>20</sup>.
42. Da experiência adquirida, a CVM tem adotado, com as devidas adaptações à legislação pátria, os critérios empregados pelo “Teste de Howey”, para a caracterização ou não de um CIC<sup>21</sup>. Atualmente, a sessão 4.1 do Parecer de Orientação CVM nº 40/2022 consolida os entendimentos atuais da Autarquia sobre o tema.
43. Nesse sentido, os seguintes critérios devem ser observados:
- (i) Investimento: aporte em dinheiro ou bem suscetível de avaliação econômica;
  - (ii) Formalização: título ou contrato que resulta da relação entre investidor e ofertante, independentemente de sua natureza jurídica ou forma específica;
  - (iii) Caráter coletivo do investimento;
  - (iv) Expectativa de benefício econômico: seja por direito a alguma forma de participação, parceria ou remuneração, decorrente do sucesso da atividade referida no item (v) a seguir;
  - (v) Esforço de empreendedor ou de terceiro: benefício econômico resulta da

<sup>20</sup> Nesse sentido: (i) PAS 19957.005524/2022-30, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 16.07.2024; (ii) PAS 19957.009444/2019-58, Dir. Rel. João Accioly, j. em 03/10/2023; (iii) Consulta no âmbito do Processo Administrativo CVM nº 19957.014289/2022-97, decisão do Colegiado datada de 30/04/2024; (iv) PAS CVM nº 19957.010628/2019-61, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 01/09/2020; (v) PAS CVM nº 19957.007994/2018-51, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 09/06/2020; (vi) PAS CVM nº 19957.010391/2017-56, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 18/02/2020; (vii) PAS CVM nº 19957.008445/2016-32, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 18/02/2020; (viii) PAS CVM nº 19957.009524/2017-41, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 22/04/2019; (ix) PAS CVM nº 19957.006343/2017-63, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 26/02/2019; (x) Processo CVM nº RJ2007/11593, j. em 15/01/2008.

<sup>21</sup> Tais parâmetros são ilustrados nos diversos precedentes sobre o tema: (i) PA CVM nº RJ2007/11593, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 15/01/2008; (ii) PAS CVM nº 19957.007994/2018-51, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 09/06/2020; (iii) PAS CVM nº RJ2006/3364, Pres. Rel. Marcelo Trindade, j. em 16/05/2007; (iv) PAS CVM nº 19957.006343/2017-63, Dir. Rel. Carlos Rebello, j. em 09/06/2020; (v) PAS CVM nº 19957.003593/2018-22, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 29/01/2019; (vi) PAS CVM nº 19957.010628/2019-61, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 01/09/2020; (vii) PAS CVM nº 19957.008445/2016-32, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 18/02/2020; (viii) PAS CVM nº 19957.003406/2019-91, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 26/10/2020; (ix) PAS CVM nº 19957.009925/2017-00, Dir. Rel. Alexandre Costa Rangel, j. em 09/03/2021; e (x) PAS CVM nº 19957.010438/2017-81, Dir. Rel. Alexandre Costa Rangel, j. em 17/08/2021. Além disso, a sessão 4.1 do Parecer de Orientação CVM nº 40/2022 consolida os entendimentos atuais da Autarquia sobre o tema.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

atuação preponderante de terceiro que não o investidor; e

(vi) Oferta pública: esforço de captação de recursos junto à poupança popular.

44. Conforme se verifica do Relatório, tanto a Acusação quanto a defesa dos Acusados se valeram do Howey Test, na fundamentação de seus argumentos.

45. A Acusação constatou a presença de todos os critérios. Já os Acusados, em sua defesa, negam que a oferta dos produtos tenha contemplado todos os referidos critérios. Mais especificamente, nega a existência dos três primeiros critérios.

46. Em suas palavras:

*“a) Há investimento: Sim, a empresa ao ofertar a sua prestação de serviço o faz mediante um aporte financeiro, entretanto, diferentemente do que entende o superintendente esse aporte não é um Token (ICO) e sim um acesso a uma plataforma para de forma compartilhada realizar compra e venda de criptomoedas (bitcon, etc), que conjuntamente com outras pessoas e através da expertise dos DENUNCIADOS obter a valorização dessas moedas, aumentando assim os seus recursos.*

*b) Esse investimento é formalizado por um título, ou contrato: Aqui existe uma diferenciação entre o proposto pelo superintendente e o entendimento deste douto patrono, pois a CVM e o BC não reconhece a compra e venda de criptomoedas como sendo um título mobiliário, bem como diante da inexistência jurídica deste ativo não podemos considerar a sua oferta como um contrato coletivo de investimento, visto que a própria definição de contrato em nossa legislação pátria necessita da existência de um objeto legal. Ainda os Alertas da CVM informam que somente são considerados títulos mobiliários os ICO.*

*c) O investimento é coletivo: Foi. Como informado na defesa e na resposta aos ofícios, não era a ideia dos DENUNCIADOS ofertar coletivamente investimentos, mas sim promover a tecnologia financeira das criptomoedas. Entretanto, assim que recebeu a informação que da forma como estava disposta as referidas páginas, essas seriam consideradas CIC, imediatamente foram retiradas do Ar. Outrossim após a notificação, foi criado um campo de cadastro para oferecimento dos seus serviços e institucionalizada a sua página de internet.*

*d) Alguma forma de remuneração é oferecida aos investidores: Podemos aqui reconhecer que existe uma remuneração. Entretanto essa remuneração não é fixa, é de risco e todos*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

*os clientes da empresa ao tomar conhecimento e aceitar os termos e condições de uso sabem deste risco. Ressalta-se que essa “remuneração” é equivalente ao valor aplicado de por cada cliente igualmente, ou seja, sobre o valor colocado na plataforma o cliente tem um retorno em conformidade com o trabalho exercido na valorização das criptomoedas adquiridas e vendidas, sendo aplicado o mesmo percentual a todos os clientes.*

*e) A remuneração oferecida tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros: Sim. O retorno financeiro é alcançado graças ao trabalho exercido pelos DENUNCIADOS.”*

47. À redação acima, os Acusados acrescentam: *“diante das divergências entre a acusação e os pontos informados, A, B e C, acredita-se que esteja desqualificada a questão da materialidade.”*

48. Confronto abaixo os posicionamentos da Acusação e da defesa dos Acusados para cada critério em que divergiram:

- a) Investimento: A defesa dos Acusados reconhece ter havido investimentos. Contudo nega que os aportes tenham se dado mediante contraprestação em forma de Token (ICO), e sim mediante a, em suas palavras, *“acesso a uma plataforma para, de forma compartilhada, realizar compra e venda de criptomoedas (bitcon, etc)”*.

A Acusação, por outro lado, comprovou pelos documentos que compõem os autos deste PAS e do Processo Originário, que não se tratava de investimento direto em criptomoedas ou nos demais ativos mencionados pelos Acusados, mas efetivamente em títulos que representavam tais ativos, quais sejam, exatamente os Tokens cuja existência é negada pela defesa dos Acusados<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> Assim destacou a Acusação, em seu TA (números dos documentos mencionados abaixo se referem ao Processo Originário):

*“Rendimento e performance para ajudar as suas conquistas” (0840706, pág. 18)*

*“A Bluebenx nasceu para transformar o paradigma de que ativos rentáveis são um privilégio de quem tem muito dinheiro. Com Token da Bluebenx é possível participar de uma cesta de ativos reais que oferecem excelente performance de valorização” (1184083, pág. 13)*

*“Seja um dos primeiros a adquirir um ativo inovador, seguro e parecido com a renda fixa, mas explorando as oportunidades do mercado futuro! (...) Acessível: Durante a pré-venda com apenas 100,00 você se torna proprietário de um cripto ativo lastreado por uma cesta de ativos reais. Após a pré-venda a aquisição mínima por compra passa a ser R\$ 2 mil reais”. (1184083, pág. 17)*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Desse confronto, a meu ver, fica claro que o critério “Investimento” do Teste de Howey encontra-se presente, sendo os Tokens os instrumentos efetivamente oferecidos em contrapartida aos aportes realizados pelos investidores.

- b) Formalização: A defesa dos Acusados nega a existência desse critério, reiterando a alegação de que compra e venda de criptomoeda não se configura em negociação com títulos e valores mobiliários, bem como que não há regramento para considerar tal ativo como CIC, uma vez que, conforme a própria CVM informa ao mercado para temas dessa natureza, somente são considerados títulos mobiliários os ICO.

Como se vê, os Acusados insistem em alegações que já foram desconstruídas acima, seja sobre a competência da CVM para atuar em ofertas de CIC para investimentos em criptoativos, tema já tratado nas preliminares do presente voto, seja na caracterização de seus produtos como Token, tema tratado imediatamente acima.

Por esse motivo, é desnecessário me estender mais para manifestar meu entendimento de que o critério “Formalização” do Teste de Howey encontra-se presente.

- c) Caráter coletivo do investimento: Nesse ponto, os Acusados reconhecem que os investimentos foram feitos de forma coletiva. Sua resposta: “Foi”.

Contudo, acrescentam que, em suas palavras: *“assim que recebeu[ram] a informação que da forma como estava disposta as referidas páginas, essas seriam consideradas CIC, imediatamente foram retiradas do Ar”, e que: “após a notificação, foi criado um campo de cadastro para oferecimento dos seus serviços e institucionalizada a sua página de internet”*.

---

No documento “Termo de Uso e Condições Gerais” está formalizado qual o aporte mínimo necessário para o investidor:

*“4.3 O aporte inicial na plataforma da BLUEBENX é o mínimo de R\$ 2.000,00 (dois mil reais), no caso de depósitos no Brasil. Os aportes em moedas estrangeiras ou criptomoedas, serão convertidos de acordo com o índice do BitValor (<https://bitvalor.com/>) para reais, no dia da efetivação do depósito. Não há limite de valor para aportes superiores ao mínimo estabelecido.”* (0945423, pág. 3)

*“A quantidade mínima de aquisição dos tokens nesta etapa de oferta dos tokens, intitulada como pré-venda, será de 100 (cem) unidades de tokens, conforme valor indicado na plataforma. A etapa de pré-venda se encerra no dia 31/10/2020 ou após esgotarem as unidades disponíveis para esta etapa, de 2.000.000 (dois milhões) de unidades de tokens, caso as 2.000.000 (dois milhões) de unidades de token esgotem antes do prazo indicado para pré-venda, o final da etapa será antecipado. Após o encerramento do período ou do lote de pré-venda, o mínimo será de 2.000 (dois mil) unidades de tokens.”* (1208565, 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Entretanto, no curso do Processo Originário e no presente PAS, constatou-se que os Acusados não retiraram as ofertas da *internet*. Quando muito, conforme mencionaram em suas razões de defesa, alteraram os *sites*, supostamente deixando de oferecer os produtos que entendiam que pudessem vir a se configurar como ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, mas não tiraram efetivamente o *site* do ar, o que, inclusive, contribuiu para que a CVM rejeitasse Termos de Compromisso propostos pelos Acusados, em duas ocasiões distintas.

Quanto à alegação de criação de campo de cadastro para o oferecimento dos serviços, bem como da institucionalização da página da *internet*, não vejo como tal argumento possa contribuir para a descaracterização da natureza coletiva do investimento, uma vez que tais medidas apenas criam uma etapa a mais para a efetivação do investimento por parte dos potenciais interessados na oferta, em nada deixando de se observar a característica mencionada pela Acusação sobre esse ponto, de que, em suas palavras:

*“c) O investimento é coletivo? Sim, na medida em que é oferecido indistintamente e pode ser adquirido por vários investidores, de modo que os esforços do empreendedor são padronizados e direcionados à coletividade.”*

Conforme o Colegiado decidiu em julgados recentes, a coletividade do investimento refere-se às características próprias do projeto que se quer viabilizar com os recursos; deve-se usar os recursos captados em conjunto para um só empreendimento<sup>23</sup>. É o que ocorre no caso concreto, tendo em vista que o investimento é oferecido indistintamente e pode ser adquirido por vários investidores, de modo que os esforços do empreendedor (os Acusados) são padronizados e destinados à coletividade.

Pelos motivos acima, entendo restar presente o critério “Caráter coletivo do investimento”, do Teste de Howey, para o caso em tela.

49. Como se vê, os Acusados não conseguiram apresentar contraprovas que afastassem

---

<sup>23</sup> Nesse sentido: PAS CVM nº 19957.005524/2022-30, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 16/07/2024; PAS CVM nº 19957.009444/2019-58, Dir. Rel. João Accioly, j. em 03/10/2023; PAS CVM nº 19957.008632/2020-01 e PAS CVM nº 19957.004489/2022-31, Dir. Rel. João Accioly, j. em 14/11/2023; e PAS CVM nº 19957.010181/2022-25, Dir. Rel. João Accioly, j. em 20/11/2023. Apresentei manifestação de voto neste último PAS, mas sem divergir das considerações do Relator sobre a caracterização da coletividade do investimento.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

a caracterização dos produtos ofertados como CICs, nos termos do Teste de Howey.

50. Ademais, apenas para deixar mais claro o entendimento da CVM referente ao destino de um investimento captado por meio de um CIC — se para aplicação em criptoativos, ou nos demais ativos mencionados pelos Acusados, que em si sejam ou não considerados como valores mobiliários —, destaco as palavras elucidativas do então Diretor Gustavo Gonzalez, esclarecendo que a destinação dos recursos, por si só, não é suficiente para descaracterizar um contrato de investimento como CIC:

*“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>24</sup>*

51. Contudo, como já mencionado, um CIC só é considerado valor mobiliário se ofertado publicamente, nos termos do inciso IX do art. 2º da Lei 6.385. Assim, passo à análise da forma como a oferta era realizada.

### III.2- CARATERIZAÇÃO DA OFERTA COMO PÚBLICA

52. Como se observa pelos argumentos e provas trazidos pela Acusação, a oferta dos CICs era realizada por meio de *site* mantido no ar pela Bluebenx, acusação que, por sua vez, não foi desmentida pelos próprios Acusados.

53. Sobre o tema, os Acusados, em suas razões de defesa, sustentaram que: (i) *“a ideia do site Bluebenx.com nunca foi ofertar investimento, mas sim trazer aos seus clientes um método de informação das atividades realizadas e conceituar a empresa.”*; (ii) alteravam o conteúdo do *site* em diferentes oportunidades, ao recebem ofícios da áreas técnicas (SOI/GOI-2 e SRE/GER-3), dando conta de que suas atividades pudessem configurar oferta pública irregular de valores mobiliários; (iii) instituíram a necessidade de potenciais

---

<sup>24</sup> PAS CVM nº 19957.007994/2018-51, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 09/06/2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

interessados realizarem cadastro no *site* previamente a serem direcionados à área de negócio, com vistas a se descaracterizar a atividade desenvolvida como uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, alegando, assim, que “*somente quem tivesse cadastro espontâneo junto à DENUNCIADA receberia informações direcionadas do trabalho realizado*”, o que seria suficiente para contrariar “*totalmente a nomenclatura e o conceito de oferta pública de investimento*”, à medida que “*somente quem requisitasse um cadastro, virando cliente, poderia ter conhecimento dos produtos oferecidos*”.

54. Ocorre que, pelas razões já demonstradas no item III.1 acima, nenhuma dessas alegações é suficiente para descaracterizar a oferta de CICs pelos Acusados como pública e irregular.

55. Um dos argumentos que talvez mereça um pouco mais de atenção, apenas para efeito de esclarecimento, é a menção à implementação da necessidade criação de cadastro para potenciais interessados, medida que, no entendimento dos Acusados, seria suficiente para contrariar “*totalmente a nomenclatura e o conceito de oferta pública de investimento*”, uma vez que “*somente quem requisitasse um cadastro, virando cliente, poderia ter conhecimento dos produtos oferecidos.*”

56. Ora, tal medida não afasta o caráter público de uma oferta, criando apenas mais uma etapa para que qualquer interessado em geral possa aderir ao negócio oferecido.

57. Ainda sobre esse ponto, vale destacar o seguinte argumento dos Acusados:

*“Do enquadramento da captação de recursos: Entendeu o Superintendente que a forma como se deu a captação de recursos, por site de internet é considerada oferta pública de valores mobiliários nos termos do artigo 3º da Instrução 400/03 e do artigo 19, §3º, III da lei 6.385/76.*

*(...)*

*Novamente esse douto patrono, data máxima vênia, discorda da visão desta douta casa, isso porque impossível e não permitido que o mesmo ato possa ao mesmo tempo ser considerado **oferta e produto**. Afinal de contas a oferta pública de investimento (CIC) é definido como sendo um título mobiliário, conforme entendimento desta denúncia.*

*Outrossim, não pode o CIC que é considerado o título mobiliário também ser ao mesmo tempo considerado a forma de distribuição deste título, caso*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

*assim seja entendido, estamos diante do conflito aparente de normas e critérios, o conhecido Antinomia.” (grifo originais)*

39. Por este último argumento, então, os Acusados parecem demonstrar não terem compreendido as etapas a se considerar num processo dessa natureza, o qual ocorre ao menos em duas etapas: (i) verificar se o produto ofertado configura ou não um CIC; e (ii) na sequência, da mesma forma, verificar se a oferta se caracteriza ou não como pública.

40. Seguindo adiante, a definição de oferta pública constante do inciso III do § 3º do art. 19 da Lei nº 6.385/75<sup>25</sup>, à época dos fatos, era complementada com o previsto na ICVM 400, nos termos de seu art. 3º:

“Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

(...)

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.” (grifou-se)

---

<sup>25</sup> Lei 6.385 –

Art. 19, § 3º - Caracterizam a emissão pública:

(...)

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

41. Ademais, com relação à oferta pública por meio da *internet*, o Parecer de Orientação CVM nº 32, datado de 2005, já dispõe que “(...) o uso de *Internet* como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários caracteriza a oferta, via de regra, como pública, nos termos do inciso II do §3º do art. 19 da Lei nº 6.385/76, uma vez que a *Internet* permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio”, entendimento este reiterado em julgados desta Autarquia<sup>26</sup>.

42. É fato que, por outro lado, o próprio o Parecer de Orientação CVM nº 32 prevê ser possível descaracterizar a oferta realizada por meio da *internet* como pública, se tomadas algumas medidas preventivas, quais sejam:

(i) medidas efetivas tomadas pelo patrocinador da página da *internet* – *information provider* – para impedir que o público em geral tenha acesso ao conteúdo da página;

(ii) inexistência de divulgação da página ao público pelo patrocinador da página da *internet* por meio de correio eletrônico não solicitado, em mecanismos de busca, salas de discussão, por propaganda em páginas na *internet* ou revistas; e

(iii) existência de indicação direta ou indireta, mas suficientemente clara, de que a página não foi criada para o público em geral.

43. Como se vê, da maneira como a oferta de CIC era feita no presente caso, via *site* na *internet* e página em rede social (Facebook), e sem contar com qualquer das medidas preventivas listadas no Parecer de Orientação CVM nº 32, entendo, com base nos dispositivos legais e normativos supramencionados, que realmente se tratava de oferta pública de distribuição de CIC, especificidade que caracteriza o CIC como valor mobiliário, nos termos do art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/76 e, conseqüentemente, a operação em tela como uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada de forma irregular pelos Acusados.

#### IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

---

<sup>26</sup> Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 19957.005524/2022-30, Dir. Rel. Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, j. em 16.07.2024; (ii) PAS CVM nº 19957.000829/2021-74, Dir. Rel. Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, j. em 12/03/2024; (iii) PAS CVM nº 19957.003642/2020-41, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 03/05/2022; (iv) PAS CVM nº 19957.010438/2017-81, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 17/08/2021; e (v) PAS CVM nº 19957.008401/2016-11, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 04/09/2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

44. Por todo o exposto, concluo que os Acusados devem ser responsabilizados por oferta pública irregular de valores mobiliários, uma vez que tal oferta se deu sem o devido registro na CVM, em descumprimento ao que preceituam o art. 19 da Lei nº 6.385/76 e o art. 2º da ICVM 400, e sem a dispensa de registro de que tratam o inciso I do § 5º do art. 19 da Lei 6.385/76 e o 4º da ICVM 400, ressaltando tratar-se de infração grave, nos termos do art. 59, inciso II, da referida Instrução.

45. Ademais, destaco que os fatos concernentes ao PAS são posteriores à entrada em vigor da Lei nº 13.506/17, que alterou a Lei nº 6.385/76. Desse modo, considero, no que tange à aplicação de penalidades pela CVM, no âmbito de processos administrativos sancionadores, a redação atual da Lei nº 6.385/76.

46. Ressalto, ainda, que as provas carregadas nos autos indicam o valor da ordem de, ao menos, R\$ 2 milhões, em captação junto a pelo menos 265 investidores, conforme os próprios Acusados mencionaram em suas razões de defesa<sup>27</sup>.

47. Passo, então, a calcular a dosimetria da pena, fixando a pena-base e os eventuais agravantes e atenuantes, nessa ordem, em conformidade ao disposto no art. 62 da Resolução CVM nº 45/21 (“RCVM 45”)<sup>28</sup>.

48. Com base nas circunstâncias do caso concreto e em linha com precedentes do Colegiado acerca das imputações de que se trata<sup>29</sup>, fixo pena-base: (i) em relação a Bluebenx

---

<sup>27</sup> Folhas 25 e 26 do Doc. 1301066:

“Por fim novamente ressalta-se que os ofícios encaminhados foram de dois produtos diferentes, ou seja, SPREAD e BONDS, assim a informações encaminhada a CVM tiveram também as suas divisões de clientes e valores. Sendo que na primeira oportunidade quando informado que possuía 105 clientes com valores investidos inicialmente de R\$ 1.115.000,00 (um milhão, cento e quinze mil reais) eram somente correspondentes ao SPREAD e que o valor de R\$ 900.000,00 (novecentos mil reais) em total de 164 clientes era referente ao produto BONDS, relembrando que esse produto não é mais comercializado e foi descontinuado pelos DENUNCIADOS.”

<sup>28</sup> “Art. 62. Na dosimetria da pena, salvo se aplicada a penalidade de advertência, o Colegiado deve fixar inicialmente a pena-base, aplicando na sequência as circunstâncias agravantes e atenuantes, bem como a causa de redução da pena, nessa ordem.

Parágrafo único. O Colegiado deve considerar na dosimetria as demais sanções relativas aos mesmos fatos, aplicadas definitivamente por outras autoridades, cabendo ao acusado demonstrar, até o julgamento do processo pelo Colegiado, o cabimento dessa circunstância.”

<sup>29</sup> (i) PAS CVM nº 19957.010195/2021-68, Dir. Rel. Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, j. em 21/11/2023; (ii) PAS CVM nº 19957.007433/2020- 77, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 04/11/2023; (iii) PAS CVM nº 19957.008632/2020-01, Dir. Rel. João Accioly, j. em 14/11/2023; (iv) PAS CVM nº 19957.010438/2017-81, Dir. Rel. Alexandre Costa Rangel, j. em 17/08/2021; (v) PAS 19957.011633/2017-29, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, julgado em 15/12/2020; (vi) PAS 19957.008401/2016-11, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 08/09/2020; e (vii) manifestação de voto do Dir. Gustavo Gonzalez no PAS 19957.006343/2017-63, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 26/02/2019.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Tecnologia Financeira S.A., em R\$ 700.000,00 (setecentos mil reais); e (ii) em relação a Roberto de Jesus Cardassi, em R\$ 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais).

49. Quanto à aplicação de atenuantes, nos termos dos art. 66, inciso II, da RCVM 45, destaco os bons antecedentes dos Acusados.

50. Por outro lado, considero como circunstância agravante o fato de Bluebenx não ter cessado a prática das atividades ou atos considerados ilícitos, o que foi motivo para o indeferimento de propostas de Termo de Compromisso formuladas pelos Acusados, em duas ocasiões distintas, conforme destaquei no Relatório, configurando, assim, a prática reiterada da conduta irregular, conforme prevista no art. 65, inciso I, da RCVM 45.

51. Tanto a circunstância atenuante quanto a agravante acima referidas incidem sobre a pena-base no percentual de 15% (quinze por cento) cada, de modo que, por serem fixados no mesmo percentual, os seus efeitos sobre o valor da penalidade se compensam.

52. Ante o exposto, com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/76, voto pelas condenações de:

- (i) **Bluebenx Tecnologia Financeira S.A.** à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 700.000,00 (setecentos mil reais) pela realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, sem a devida obtenção do registro de que trata o art. 19 da Lei nº 6.385/76 e o art. 2º da Instrução CVM nº 400/03, bem como sem a dispensa de registro prevista no inciso I do § 5º do art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 4º da Instrução CVM nº 400/03; e
- (ii) **Roberto de Jesus Cardassi** à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais) pela realização de oferta pública de valores mobiliários, sem a devida obtenção do registro de que trata o art. 19 da Lei nº 6.385/76 e o art. 2º da Instrução CVM nº 400/03, bem como sem a dispensa de registro prevista no inciso I do § 5º do art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 4º da Instrução CVM nº 400/03.

53. Por fim, proponho que o resultado deste julgamento seja comunicado ao Ministério Público Federal do Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício 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  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

194/2021/CVM/SGE, datado de 24.05.2021<sup>30</sup>, para as providências que entender cabíveis no âmbito de sua competência.

É como voto.

Rio de Janeiro, 24 de setembro de 2024.

**Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo**

Diretor Relator

---

<sup>30</sup> Doc. 1270301.