



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

#### DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 19957.001621/2020-91

**Data do julgamento:** 26 e 27/09/2023

**Relatora:** Diretora Flávia Perlingeiro

**Acusados:**

Basement Soluções de Captação e Registro Ltda.

Frederico Plass Rizzo

Tergos S.A.

Marcelo Victor Pires de Sousa

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

**Decisão:** Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, **por unanimidade** de votos, decidiu pela **absolvição** de **Basement Soluções de Captação e Registro Ltda., Frederico Plass Rizzo, Tergos S.A. e Marcelo Victor Pires de Sousa** quanto a todas as imputações que lhes foram formuladas neste processo.

A sessão de julgamento foi iniciada em 26/09/2023 e suspensa pela Diretora Flávia Perlingeiro, então Presidente da sessão, nos termos do disposto no art. 50, § 3º, da Resolução CVM 45, tendo sua continuação em 27/09/2023.

Presente o advogado Lucas Santanna de Almeida Silva, representando Basement Soluções de Captação e Registro Ltda. e Frederico Plass Rizzo

Presente o Procurador Celso Luiz Rocha Serra Filho, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram desta Sessão de Julgamento os Diretores João Accioly, Otto Lobo, Flávia Perlingeiro e o Presidente da CVM, João Pedro Nascimento, que presidiu a Sessão.



Documento assinado eletronicamente por **João Pedro Barroso do Nascimento, Presidente**, em 23/10/2023, às 13:50, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Flavia Martins Sant Anna Perlingeiro, Diretor**, em 23/10/2023, às 19:15, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **João Carlos de Andrade Uzêda Accioly, Diretor**, em 23/10/2023, às 20:13, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, Diretor**, em 24/10/2023, às 10:15, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://super.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1898956** e o código CRC **3E07BDDC**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://super.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **1898956** and the "Código CRC" **3E07BDDC**.*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.001621/2020-91

Reg. Col. 2009/20

**Acusados:** Basement Soluções de Captação e Registro Ltda.

Frederico Plass Rizzo

Tergos S.A.

Marcelo Victor Pires de Sousa

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

**Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

#### RELATÓRIO

##### I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE” ou “Acusação”) para apurar a responsabilidade de Basement Soluções de Captação e Registro Ltda. (“Basement” ou “Plataforma”) e de seu diretor responsável, Frederico Plass Rizzo (“Frederico Rizzo”), bem como de Tergos S.A. (“Tergos” ou “Emissora”) e de seu diretor responsável, Marcelo Victor Pires de Sousa (“Marcelo de Sousa” e, em conjunto com os demais, “Acusados”), por eventuais irregularidades em ofertas distribuídas pela Plataforma, em infração aos seguintes dispositivos: (i) art. 3º, I<sup>1</sup>; art. 4º, p. ú., III<sup>2</sup>; art. 5º,

<sup>1</sup> Art. 3º A oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedade empresária de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM, desde que observados os seguintes requisitos: I – existência de valor alvo máximo de captação não superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), e de prazo de captação não superior a 180 (cento e oitenta) dias, que devem ser definidos antes do início da oferta.

<sup>2</sup> Art. 4º O montante total aplicado por investidor em valores mobiliários ofertados com dispensa de registro nos termos desta Instrução fica limitado a R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano-calendário, exceto no caso de investidor: Parágrafo único. Para fins do cumprimento do limite estabelecido neste artigo, a plataforma deve: (...) III – obter declaração do investidor atestando que, quando somado a outros valores previamente investidos no ano-calendário em ofertas dispensadas de registro nos termos desta Instrução por meio de outras plataformas, o montante a ser investido na oferta não ultrapassa: a) R\$ 10.000 (dez mil reais), no caso dos investidores citados no caput, conforme modelo constante do Anexo 4-C a esta Instrução; ou b) 10% (dez por cento) da renda bruta anual ou do investimento financeiro, no caso dos investidores citados no inciso III do caput, conforme modelo constante do Anexo 4-B a 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031  
[www.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

III<sup>3</sup>; art. 5º, §2º<sup>4</sup>; no art. 11, §2º, IV<sup>5</sup>; art. 19, III, alínea “e”<sup>6</sup>; art. 19, V<sup>7</sup>; art. 28, XVI<sup>8</sup>; alínea “c” do Anexo 8 da Seção 6<sup>9</sup>, todos da Instrução CVM (“ICVM”) nº 588/2017<sup>10</sup>; e (ii) Item I c/c Item II, alínea “a”<sup>11</sup>, da ICVM nº 8/1979<sup>12</sup>.

2. O presente PAS originou-se do Processo Administrativo nº 19957.010145/2019-66 (“PA de Origem”), instaurado pela SRE, em 01.11.2019, para a realização de inspeção de ofertas distribuídas pela Basement, plataforma eletrônica de investimento participativo (“Plataforma de Crowdfunding”), autorizada pela CVM conforme o Ato Declaratório nº 16.170, de 20.03.2018<sup>13</sup>.

## II. APURAÇÃO DOS FATOS

3. A apuração dos fatos objeto deste PAS teve origem em fiscalização de rotina realizada pela SRE<sup>14</sup>, a fim de atender ao disposto no Plano Bienal 2019-2020 de Supervisão Baseada em Risco (“SBR”) da CVM, a qual deu origem a processo administrativo específico com o objetivo de

<sup>3</sup> Art. 5º A distribuição de oferta pública dispensada de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada por uma única plataforma eletrônica de investimento participativo registrada na CVM, devendo ser observados os seguintes procedimentos: (...) III – é admitida a distribuição parcial, com o estabelecimento de valores alvo mínimo e máximo de captação, sendo que o valor alvo mínimo deve ser igual ou superior a 2/3 (dois terços) do valor alvo máximo.

<sup>4</sup> §2º Os montantes disponibilizados pelos investidores somente podem ser depositados na conta corrente do emissor após o encerramento e a confirmação do êxito da oferta.

<sup>5</sup> §2º É permitido à sociedade empresária de pequeno porte, ao investidor líder e à plataforma, seus sócios, administradores e funcionários divulgar e promover a oferta por meio de contatos, encontros e eventos, presenciais ou pela rede mundial de computadores, desde que observados os seguintes requisitos: (...) IV – não haja confirmação de investimento no local ou em ambiente eletrônico distinto do da plataforma.

<sup>6</sup> Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem: (...) III – manter registros da participação de cada investidor nas ofertas conduzidas, incluindo: (...) e) data da transferência dos recursos.

<sup>7</sup> Art. 19. (...) V – caso constatem qualquer fato ou irregularidade que venha a justificar a suspensão ou cancelamento da oferta, suspender a distribuição e comunicar imediatamente a CVM.

<sup>8</sup> Art. 28. Na condução de suas atividades, as plataformas eletrônicas de investimento participativo, seus sócios, administradores e funcionários não podem: (...) XVI – distribuir, fora do ambiente eletrônico da plataforma, valores mobiliários de sociedade empresária de pequeno porte objeto de oferta pública em andamento.

<sup>9</sup> c) informar a eventual existência de oferta privada que compõe a rodada de financiamento, seja ela prévia ou simultânea, incluindo o montante da oferta privada expresso em valor monetário e em proporção ao valor alvo sendo ofertado publicamente com dispensa de registro nos termos desta Instrução e, quando for o caso, esclarecer como os títulos, instrumentos ou valores mobiliários ofertados privadamente podem materialmente limitar ou diluir a participação do investidor.

<sup>10</sup> A ICVM nº 588/2017 foi revogada e substituída pela Resolução CVM nº 88, de 27.04.2022.

<sup>11</sup> I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários.

<sup>12</sup> A ICVM nº 8/1979 foi revogada e substituída pela Resolução CVM nº 62, de 19.01.2022.

<sup>13</sup> Doc. 0871981.

<sup>14</sup> Processo 19957.010145/2019-66, instaurado pela SRE em 01.11.2019.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031  
[www.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

inspecionar ofertas distribuídas por Basement. As conclusões desses trabalhos de supervisão foram consignadas no Relatório de Fiscalização nº 5/2020-CVM/SRE/GER-3<sup>15</sup> (“Relatório de Fiscalização”), o qual forneceu elementos para que a superintendência responsável decidisse pela elaboração do termo de acusação<sup>16</sup> (“TA”).

4. Conforme registros contidos nos autos, após ter sido intimada pela SRE<sup>17</sup>, em 04.11.2019, a fornecer a relação de todas as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários feitas por sociedades empresárias de pequeno porte (“SEPP”) nos últimos 24 meses ou desde o começo de suas operações, entre outras informações, Basement forneceu planilha<sup>18</sup> de que constavam as três ofertas selecionadas para fiscalização das emissoras: (i) Tergos; (ii) Clube do Malte Comércio Eletrônico Ltda. (“Clube do Malte”); e (iii) FAG Indústria e Comercio de Bebidas Ltda. (“FAG”).

5. A inspeção detectou diversas reputadas irregularidades que, a partir das considerações da SRE, fundamentaram acusações de prática de várias infrações, tendo a área técnica separado aquelas que entendeu terem baixa expressividade na lesão do bem jurídico tutelado, que, em linha com o disposto no art. 4º, I, alínea b c/c art. 4º, §1º, da ICVM nº 607/2019, não ensejariam a apresentação de termo de acusação. Não obstante essa conclusão, tendo considerado presentes irregularidades que ensejariam a abertura de PAS, a Acusação optou por incluir todos os elementos que foram apurados no mesmo processo administrativo, a permitir o exame da conduta da Plataforma de uma forma mais abrangente, não fracionada.

6. Este relatório segue, para simplificação, a mesma ordem e estrutura de apresentação de irregularidades adotada pela fiscalização, que foi mantida no TA, que relaciona as diferentes infrações para cada um dos sete alegados descumprimentos. Assim, as infrações de menor potencial lesivo ou ameaça aos bens jurídicos tutelados pela regulação são apresentadas nas seções II.1, II.2 e II.3, enquanto os “descumprimentos” 4, 5, 6 e 7 foram englobados na seção II.4, a fim de facilitar sua compreensão, por envolverem fatos correlacionados entre si.

### ***II.1. Descumprimento 1***

7. Para a SRE, a infração ao art. 3º, I<sup>19</sup>, da ICVM nº 588/2017 ficou evidente ao se analisar a

---

<sup>15</sup> Doc. 0950176.

<sup>16</sup> Doc. 0950178.

<sup>17</sup> Por meio do Ofício nº 331/2019/CVM/SRE/GER-3 (Doc. 0949830, pág. 04).

<sup>18</sup> Doc. 0878653.

<sup>19</sup> Art. 3º A oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedade empresária de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM, desde que observados os seguintes requisitos: I – existência de valor alvo máximo de captação não superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), e de prazo de captação não superior a 180 (...) dias, que devem ser definidos antes do início da oferta; (...).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

planilha<sup>20</sup> fornecida por Basement, na qual se verificou o tempo transcorrido entre a data de início e a data de encerramento de cada oferta, tendo sido identificado que as seguintes ofertas excederam o prazo de captação de 180 dias definido na norma: (i) Solar 21 Comercio e Serviços de Energia Limpa Ltda., iniciada em 04.06.2018 e encerrada em 03.12.2018 (**182 dias**); (ii) Tergos, iniciada em 20.08.2018 e encerrada em 20.02.2019 (**184 dias**); e (iii) Clube do Malte, iniciada em 23.11.2018 e encerrada em 03.06.2019 (**192 dias**).

8. Consequentemente, a Acusação concluiu que a Basement descumpriu o disposto no art. 3º, inciso I, da ICVM nº 588/2017 nas referidas ofertas.

### ***II.2. Descumprimento 2***

9. Para cada uma das três ofertas supracitadas, a SRE intimou a Plataforma, por meio do Ofício nº 349/2019/CVM/SRE/GER-3<sup>21</sup>, a apresentar as declarações assinadas de cinco investidores selecionados pela fiscalização, atestando que, quando somado a outros valores previamente investidos no ano-calendário em ofertas dispensadas de registro nos termos da ICVM nº 588/2017 por meio de outras plataformas, o montante a ser investido na respectiva oferta não ultrapassaria: R\$ 10.000,00 (dez mil reais) ou 10% (dez por cento) da renda bruta anual ou do investimento financeiro. Destaco que embora o TA mencione apenas as iniciais de cada pessoa, todas estão listadas, com respectivos CPF e CNPJ, em documento anexo ao TA<sup>22</sup>.

10. Durante a fiscalização nas dependências da Plataforma, a SRE solicitou, por meio do referido ofício, as referidas declarações à Basement que, em resposta<sup>23</sup>, informou que as declarações assinadas estariam na pasta “Contratos Investidores.zip”<sup>24</sup>, com exceção das declarações dos investidores ES e BP, as quais declarou não possuir. Ao analisar a documentação fornecida, a SRE verificou que, além da ausência das declarações dos investidores ES e BP, também não foi fornecida a declaração da investidora SNMA.

11. Questionada durante a inspeção realizada, Basement declarou<sup>25</sup>, em mensagem eletrônica de 18.12.2019, que:

“Sobre as autodeclarações que faltaram - da SNMA que investiu R\$ 2.500 na oferta Tergos S.A.; do ES, que investiu R\$ 10.000,00 na oferta da Clube do Malte; e da BP, que investiu R\$ 500 na Clube do Malte - descobrimos que não as temos porque o sistema antigo só apresentava a opção de autodeclaração relativa aos limites de investimento se o

<sup>20</sup> Doc. 0878653.

<sup>21</sup> Doc. 0949830, pág. 17.

<sup>22</sup> Doc. 0973720.

<sup>23</sup> Doc. 0949830, pág. 27.

<sup>24</sup> Doc. 0950049.

<sup>25</sup> Doc. 0949830, pág. 35.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

investimento pretendido pelo investidor naquela oferta, somado ao total investido no ano - conforme devidamente registrado pela plataforma -, ultrapassasse R\$ 10.000,00. Caso o investimento, somado ao total investido no ano, fosse menor do que R\$ 10.000,00, a reserva do valor investido era processada sem que o investidor fosse provocado a assinar a autodeclaração, de modo que esta não era gerada nesses casos. É este o motivo pelo qual não encontramos as referidas autodeclarações - são de investidores que não havia, até as ofertas em questão, investido mais de R\$ 10.000,00 no ano por meio da plataforma. Essa foi uma opção escolhida à época pela plataforma para garantir uma melhor experiência de investimento aos usuários, sob o raciocínio de que o espírito da norma estaria preservado. Posteriormente, com o desenvolvimento do nosso novo sistema, a equipe de compliance da plataforma exigiu que o processo de investimento incorporasse a assinatura da autodeclaração também por aqueles investidores que investiram menos de R\$10.000,00 no ano, tal como pode ser verificado nos documentos enviados relativos às reservas na FAG, por entender que isso estaria em maior conformidade com a regulação.”

12. Assim, a SRE concluiu que, para os três investidores, a Basement descumpriu o disposto no inciso III do parágrafo único do art. 4º da ICVM nº 588/2017.

### II.3. Descumprimento 3

13. A fiscalização também acessou o site da Plataforma, em 22.01.2020, a fim de averiguar como a plataforma divulgava suas ofertas a investidores, no que se refere aos valores alvo mínimo e máximo de captação, o valor alvo mínimo deve ser igual ou superior a 2/3 do máximo). Como as ofertas selecionadas estavam encerradas, não foi possível, naquela oportunidade, identificar tais informações, as quais foram então requisitadas de Basement, solicitando que fossem fornecidas “*evidências, caso possuam, de que a plataforma, durante as ofertas acima, divulgou aos investidores os valores alvo mínimo e máximo de captação*”<sup>26</sup>.

14. Em 24.01.2020, a Plataforma encaminhou mensagem eletrônica<sup>27</sup>, a documentação que apresentava os seguintes valores alvo, mínimo e máximo, de captação:

Ofertante	Valor Alvo Máximo	Valor Alvo Mínimo	2/3 do Valor Alvo Máximo
Tergos S.A.	1.500.000,00	999.000,00	1.000.000,00
Clube do Malte Comércio Eletrônico Ltda.	2.150.000,00	1.075.000,00	1.433.333,33
FAG Indústria e Comercio de Bebidas Ltda.	5.000.000,00	3.333.333,33	3 333.333,33

15. Dessa forma, entendeu a Acusação que, para a oferta do Clube do Malte, o valor alvo mínimo divulgado foi substancialmente inferior a 2/3 do valor alvo máximo, em desacordo com o inciso III do art. 5º da ICVM nº 588/2017.

<sup>26</sup> Doc. 0949830, pág. 41.

<sup>27</sup> A mensagem eletrônica encaminhada por Basement está contida no doc. 0949830, pág. 40, enquanto seus anexos foram juntados a este TA nos docs. 0950053 e 0950055.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### II.4. Descumprimentos 4 a 7

16. Para as três ofertas selecionadas pela Acusação, a SRE solicitou<sup>28</sup> à Basement que demonstrasse que o depósito na conta corrente do emissor ocorreu somente após o encerramento e a confirmação do êxito da oferta, conforme o art. 5º, §2º, da ICVM nº 588/2017.

17. A requerida encaminhou os comprovantes de transferência dos recursos captados em arquivo eletrônico<sup>29</sup>. A Acusação apresentou tabela discriminando as datas e valores das transferências, bem como a data de encerramento e os valores captados nas ofertas:

Emissor	Data da Transferência	Valor (R\$)	Encerramento da Oferta	Valor Captado na Oferta (R\$)
Tergos S.A.	08/03/2019	273.837,04	20/02/2019	1.500.000,00
Clube do Malte Comércio Eletrônico Ltda.	05/06/2019	1.804.893,30	03/06/2019	1.906.500,00
FAG Indústria e Comércio de Bebidas Ltda.	27/08/2019	4.704.500,00	27/08/2019	5.000.000,00

18. Da análise desses dados, a Acusação constatou que as transferências foram efetuadas por Basement após o encerramento das ofertas, mas questionou os fatos dos valores transferidos serem inferiores aos captados.

19. Nesse sentido, Basement foi questionada<sup>30</sup> acerca das divergências entre os valores captados e efetivamente transferidos ao emissor. Em sua resposta<sup>31</sup>, a Plataforma informou que:

“(…) no caso da Clube do Malte Comércio Eletrônico Ltda. e da FAG Indústria e Comércio de Bebidas Ltda., a diferença entre o valor total captado e o valor transferido às companhias consiste nas taxas cobradas pelo Basement e pelo Kria, conforme demonstrativos e notas fiscais anexos (Anexo 2A). No caso da Tergos S.A., a diferença entre o valor captado e o valor transferido se deve (além das taxas do Basement – que, à época, consistia na mesma empresa que o Kria) ao fato, já reportado pelo Basement anteriormente, de que alguns investidores transferiram os valores diretamente para a conta da Tergos S.A. Esses investidores estão identificados no documento “Relação de Investidores.xlsx”, à exceção da Tergos Pesquisa e Ensino Ltda., que também transferiu os recursos diretamente à conta da emissora, o que, por engano, deixou de constar no referido documento. Assim, descontados os valores transferidos diretamente à empresa e as taxas cobradas pela plataforma, tem-se o valor identificado no Ofício transferido à Tergos S.A. quando do fim da Oferta, conforme demonstrativo no Anexo 2A.”

20. A partir da resposta da Basement, especificamente para a oferta da Tergos, a SRE identificou duas irregularidades, relatadas a seguir.

#### II.4.1. Transferência de recursos dos investidores diretamente para a conta do emissor.

<sup>28</sup> Por meio do Ofício nº 339/2019/CVM/SRE/GER-3, conforme doc. 0949830, pág. 11.

<sup>29</sup> O anexo à resposta ao ofício da CVM se encontra no doc. 0950034.

<sup>30</sup> Por meio do Ofício nº 367/2019/CVM/SRE/GER-3, constante dos autos no doc. 0949830, pág. 20.

<sup>31</sup> Doc. 0949830, pág. 30.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

21. Em primeiro lugar, a Acusação destacou<sup>32</sup> que, considerando a resposta da Plataforma e a planilha por ela fornecida (“Relação de Investidores.xlsx”)<sup>33</sup>, foi possível identificar que recursos investidos (R\$ 775.500,00) por Tergos Pesquisa e Ensino Ltda. (“TPE”) foram transferidos diretamente para a conta do emissor, assim como os aportes de 10 investidores próximos dos fundadores da Tergos, correspondentes a R\$ 403.000,00. Dessa forma, R\$ 1.178.500,00 (aproximadamente 79% do valor total captado, isto é, R\$ 1.500.000,00) teriam sido transferidos diretamente dos investidores para o Emissor, “*sem passar pela Plataforma*”.

22. No entendimento da SRE, a “*característica e a temporalidade das negociações com esses investidores*”, na forma como foram descritas pela Plataforma, traduziriam a essência de uma oferta privada, por meio da qual investimentos são ofertados diretamente por seu emissor a subscritores “conhecidos e próximos”. Não que a captação de forma privada não seja legítima, mas ao trazer para o ambiente da Plataforma essas negociações privadas, mesmo que seguindo idênticas condições oferecidas aos demais, Basement e a Emissora teriam descumprido diversos requisitos da ICVM nº 588/2017.

23. Nesse particular, a SRE citou o Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 06/16 para reforçar que plataforma de investimento participativo não pode participar de oferta privada simultânea a oferta pública, tendo sido esse o objetivo da inserção do inciso XVI ao art. 28 da ICVM nº 588/2017. Caberia, também, a esse participante de mercado diligenciar para obter informações junto a um emissor sobre eventuais ofertas privadas que componham a rodada de financiamento para reportar nas informações essenciais da oferta, especificamente o alerta constante do Anexo 8, Seção 6, alínea “c”, da ICVM nº 588/2017.

24. A Acusação, então, destacou trecho da resposta<sup>34</sup> de Basement ao questionamento sobre a transferência de recursos diretamente para a conta da Emissora, tanto por parte dos 10 investidores tidos como “conhecidos e próximos”, supracitados, quanto por parte de TPE:

“(…) é importante ressaltar que, antes da abertura da oferta pública pelo Basement, a Tergos S.A. já havia iniciado uma negociação de investimentos junto a um grupo próximo de investidores, os quais acabaram por ser consolidados na oferta pública. Ao tomar conhecimento de que os investidores já haviam transferido o valor do investimento diretamente para a conta da emissora, o Basement, à época, não entendeu por necessário tomar qualquer medida adicional porque os investidores haviam efetuado a reserva e confirmação de investimento na plataforma, bem como assinado o contrato de investimento da oferta pública de acordo com o montante transferido à conta da emissora, sendo a transferência diretamente à conta da empresa, já consumada, a única irregularidade no

<sup>32</sup> Conforme item 28 do Termo de Acusação (doc. 0950178).

<sup>33</sup> Doc. 0950040.

<sup>34</sup> Doc. 0949830, pág. 30.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

investimento desses investidores. Entendemos que a transferência de recursos feita diretamente à empresa antes de encerrada a oferta é irregular, de modo que garantimos que tal problema não se repetisse em outras ofertas”.

25. Acrescente-se a essas informações a declaração da Basement, acerca dos investimentos transferidos diretamente à conta da Tergos, no sentido de que tais “*transferências ocorreram antes e durante a oferta, em datas diferentes*” (conforme mensagem eletrônica<sup>35</sup> de 20.12.2019).

26. Em face do exposto, a Acusação, primeiramente, inferiu que a Emissora poderia ter realizado oferta privada anterior ou simultânea à rodada de captação pública, caso em que aquela deveria ter sido informada nas informações essenciais desta última, como determina o Anexo 8, Seção 6, alínea “c”, da norma de regência.

27. A Plataforma, todavia, teria preferido consolidar os aportes da oferta privada na pública, como se todo o valor tivesse sido captado nessa última. Inferiu, inclusive, que isso, poderia ter ocorrido “*talvez para dar aparência de maior eficiência à rodada de captação*”, conduta que teria resultado em infração ao inciso XVI, do art. 28, da ICVM nº 588/2017. Ademais, como tampouco foram informados os potenciais investidores de que haveria significativa parcela privada da oferta, também teria sido descumprido o disposto no referido Anexo 8, Seção 6, alínea “c”.

28. Em decorrência dessas infrações, a peça acusatória concluiu que outras irregularidades também teriam sido cometidas. Em primeiro lugar, teria sido configurada infração ao §2º do art. 5º da ICVM nº 588/2017, pois “*os montantes disponibilizados pelos investidores somente podem ser depositados na conta corrente do emissor após o encerramento e a confirmação do êxito da oferta*” e, como descrito anteriormente, alguns investidores transferiram os recursos diretamente ao emissor, antes e durante a oferta.

29. Em segundo lugar, teria ocorrido infração à alínea “e” do inciso III do art. 19 da ICVM nº 588/2017, dispositivo que determina que a plataforma de investimento participativo tenha registros da participação de cada investidor nas ofertas conduzidas, incluindo a data da transferência dos recursos, o que não ocorreu nos referidos casos.

30. Questionamentos adicionais ainda foram formulados à Emissora, por meio do Ofício nº 4/2020/CVM/SRE/GER-3<sup>36</sup>, e resultaram na prestação de informações suplementares por parte de Tergos, tendo a SRE destacado os seguintes trechos na peça acusatória<sup>37</sup>:

“A Companhia informa que todas as negociações realizadas com as pessoas discriminadas na

<sup>35</sup> Doc. 0949830, pág. 35.

<sup>36</sup> Doc. 0949830, pág. 44.

<sup>37</sup> Doc. 0949830, pág. 51.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

tabela apresentada no Ofício aconteceram em reuniões individuais e privadas em que foram apresentados materiais idênticos aos que foram apresentados aos demais investidores que liquidaram o valor investido por meio da plataforma de *crowdfunding*.

.....  
Ainda que realizados fora do ambiente da plataforma de investimento, o nível de informação divulgada à tais investidores foi equivalente ao tratamento dispensado àqueles que materializaram seu investimento por meio da plataforma de *crowdfunding*. Tendo em vista que as negociações com tais investidores foram realizadas individualmente a Companhia entendeu que o desembolso da forma que foi realizado era uma consequência direta destas tratativas. Posteriormente, esses investidores, por orientação da plataforma de *crowdfunding*, foram inseridos no ambiente de captação da Basement.”

31. A Acusação compreendeu, portanto, que houve descumprimento, pela Basement e pela Tergos, diante da declaração realizada acima, ao disposto no inciso IV do §2º do art. 11º da ICVM nº 588/2017, que determina que *"não haja confirmação de investimento no local ou em ambiente eletrônico distinto do da plataforma"*. Para a SRE, a Emissora teria praticado tal conduta vedada, ao consumir investimento fora do ambiente, o que de fato foi afirmado, mas a Plataforma teria infringido a regra ao formalizar na Plataforma os investimentos realizados fora de seu ambiente.

32. A SRE destacou, ainda, que alguns investidores transferiram os recursos fora do período da oferta<sup>38</sup> e a companhia não forneceu comprovantes de que recebera os recursos financeiros de três investidores: (i) TPE (R\$ 775.500,00); (ii) RA (R\$ 10.000,00); e (iii) AA (R\$ 3.000,00).

33. Para a SRE, as duas situações não apenas reforçariam os descumprimentos já imputados, como também demonstrariam que tais operações foram consideradas dentro da oferta pública apenas *"para aparentar uma captação pública pela Plataforma maior do que a que efetivamente se verificou e, conseqüentemente, obter o sucesso na captação pública, possibilitando assim o recebimento dos recursos investidos pelos demais investidores"*.

### II.4.2. Subscrição por TPE de aproximadamente 52% do total captado por Tergos S.A.

34. A SRE constatou que a TPE, empresa relacionada à Emissora<sup>39</sup>, subscreveu aproximadamente 52% (R\$ 775.500,00) do montante total captado, tendo, então, intimado<sup>40</sup> a Plataforma a explicar a razão para tanto. Basement informou que<sup>41</sup>:

<sup>38</sup> Conforme a Acusação (doc. 0950178, pág. 10): (a) N&M efetuou transferências em 12.03.2019 e em 11.04.2019; (b) IA efetuou transferências em 10.07.2018 e em 01.08.2018; (c) TCE, em 10.07.2018; (d) MC, em 14.08.2018; (e) FWBHF, em 02.08.2018; e (f) VN, em 10.07.2018.

<sup>39</sup> O documento com o comprovante de inscrição e situação cadastral de TPE, constante do doc. 0949830, pág. 36, evidencia que os sócios/administradores dessa pessoa jurídica são também os mesmos que constam da mesma ficha emitida para a Tergos S.A. (doc. 0949830, pág. 38).

<sup>40</sup> Ofício nº 367/2019/CVM/SRE/GER-3, constante do doc. 0949830, pág. 20.

<sup>41</sup> Doc. 0949830, pág. 30.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

“(…) a Tergos Pesquisa e Ensino Ltda. subscreveu parte substancial da oferta da Tergos S.A. por razões estratégicas, para evitar que a oferta não atingisse o valor alvo máximo de captação, o que poderia engendrar danos à imagem pública da empresa. À época, para uma das primeiras ofertas públicas posteriores à edição da ICVM 588, o dimensionamento da oferta pela empresa emissora era um desafio, sendo o valor de R\$ 1.500.000,00 uma meta relativamente alta, o que não fora identificado no devido tempo. Como não seria possível aditar o valor máximo da oferta, a Tergos Pesquisa e Ensino Ltda. subscreveu o valor que faltava para o atingimento do valor máximo da oferta e seu encerramento”.

35. Tergos, também questionada<sup>42</sup> sobre esse ponto, informou que<sup>43</sup>:

“A (...) Tergos Pesquisa e Ensino Ltda. subscreveu 52% (...) do montante total (...) para a viabilização dos investimentos, para garantir que o montante total (...) pudesse ser alcançado e, assim, a captação (...) concluída.”

36. Para a Acusação, é possível inferir dessas informações que a Emissora interveio diretamente no resultado da oferta, uma vez que sem o aporte da sociedade a ela relacionada, a captação não teria sido bem-sucedida, tendo em vista que a oferta foi iniciada em 20.08.2018<sup>44</sup> e que o investimento teria sido realizado em 14.02.2019, 178 dias após o início da oferta.

37. Diante do exposto, teria restado evidenciado que a oferta, sem o aporte de TPE, não teria atingido o valor alvo, conforme estabelece o inciso III do art. 5º da ICVM nº 588/2017. Desse modo, a Emissora teria gerado demanda artificial ao subscrever aproximadamente 52% (R\$ 775.500,00) do montante total captado, alcançando mínimo necessário para viabilizar oferta de modo a possibilitar o ingresso de recursos de outros investidores no caixa da empresa.

38. Considerando-se que, na visão da Acusação, a Tergos não apresentou o comprovante de recebimento dos recursos da Tergos Pesquisa e Ensino Ltda., teria sido configurada a prática de condição artificial de demanda no mercado de valores mobiliários, infringindo o disposto no item I c/c item II, alínea “a”, da ICVM nº 8/1979, pelo que a companhia altera o fluxo da operação deliberadamente com o objetivo de obter sucesso na captação de recurso de terceiros.

39. Como salientado anteriormente, para a SRE, a participação de Basement, na infração, decorreria de sua inserção no ambiente eletrônico da plataforma.

40. Além disso, ao não divulgar esse fato nem adotar medidas como a de suspender a oferta e comunicar a CVM, a Plataforma, no entendimento da SRE, teria descumprido o disposto no inciso V do art. 19 da ICVM nº 588/2017.

<sup>42</sup> Ofício nº 4/2020/CVM/SRE/GER-3, constante do doc. 0949830, pág. 44.

<sup>43</sup> Doc. 0949830, pág. 51.

<sup>44</sup> Doc. 0949830, pág. 51.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### III. ACUSAÇÃO E RESPONSABILIZAÇÃO

41. Nos termos do TA, a SRE concluiu pela responsabilização de:

- i. **Basement Soluções de Captação e Registro Ltda.**, plataforma de investimento participativo, por infração ao item I c/c item II, alínea “a” da ICVM nº 8/1979, bem como por infração ao art. 3º, I; ao art. 4º, parágrafo único, III; ao art. 5º, III e §2º; ao art. 11, §2º, IV; ao art. 19, III, alínea “e” e inciso V; ao art. 28, XVI; à alínea “c” do Anexo 8 da Seção 6, todos da ICVM nº 588/2017;
- ii. **Frederico Plass Rizzo**, na qualidade de responsável, à época, da Plataforma, por infração ao item I c/c item II, alínea “a” da ICVM nº 8/1979, bem como por infração ao art. 3º, I; ao art. 4º, parágrafo único, III; ao art. 5º, III e §2º; ao art. 11, §2º, IV; ao art. 19, III, alínea “e” e inciso V; ao art. 28, XVI; à alínea “c” do Anexo 8 da Seção 6, todos da ICVM nº 588/2017;
- iii. **Tergos S.A.**, emissora de oferta pública, por infração ao item I c/c item II, alínea “a” da ICVM nº 8/1979, bem como por infração ao art. 5º, §2º; ao art. 11, §2º, IV, ambos da ICVM nº 588/2017;
- iv. **Marcelo Victor Pires de Sousa**, na qualidade de responsável, à época, da Tergos S.A., por infração ao item I c/c item II, alínea “a” da ICVM nº 8/1979, bem como por infração ao art. 5º, §2º e ao art. 11, §2º, IV, ambos da ICVM nº 588/2017.

### IV. RAZÕES DE DEFESA

#### III.1. Basement e Frederico Rizzo

42. As razões de defesa de Basement e Frederico Rizzo foram apresentadas tempestivamente<sup>45</sup>, introduzindo a visão desses defendentes sobre o TA, arguindo, inicialmente, que a SRE teria se utilizado de amostra bem reduzida de ofertas para, a partir daí, delinear um cenário equivocado da atuação da Plataforma, como se todos os procedimentos por ela adotados fossem irregulares. Segundo essa visão, o que foi constatado “*pouco – para não dizer nada*” – teria a dizer sobre as atividades desses acusados, de modo que os eventuais erros operacionais pontuais suscitados não indicariam qualquer grau de culpabilidade e nem teriam produzido danos a investidores ou à credibilidade do segmento de *crowdfunding* de investimento.

43. Tal entendimento seria corroborado pelo reconhecimento, pela própria Superintendência, de que significativa parcela das alegadas irregularidades sequer apresentava justa causa para fundamentar acusações, tendo sido apontado que, quanto a alegadas infrações à ICVM nº 8/1979,

---

<sup>45</sup> Doc. 1120948.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

a SRE teria adotado interpretação seletiva dos fatos e das declarações apresentadas para, com base em suposições, concluir pela prática de criação de condições artificiais de demanda.

44. Passo ao relato dos argumentos apresentados pelos defendentes, que foram divididos segundo própria estrutura da Acusação.

### *Os descumprimentos 1, 2 e 3: a pequena amostragem colhida não deflagra qualquer ilícito*

45. Partindo da análise dos descumprimentos 1 a 3, suscitou-se, inicialmente, que a pequena amostragem colhida não seria suficiente para identificar qualquer ilícito, tendo sido selecionadas apenas três operações<sup>46</sup> (FAG, Clube do Malte e Tergos), cuja análise resultou apenas na constatação de defeitos pontuais, dando a impressão de que tais ofertas foram sorteadas de forma aleatória, sendo não foi apontada falha em nenhuma outra oferta bem sucedidas fora da amostra.

46. Mesmo no caso dos descumprimentos apontados, as falhas teriam sido tão inexpressivas e pontuais que seriam incapazes de impugnar a aptidão dos controles e procedimentos internos da Basement, sem que a Acusação tenha conseguido demonstrar a ocorrência de prejuízos a algo ou a alguém por tais ocorrências:

“As ditas “falhas” que os baseiam são tão inexpressivas como (i) a extrapolação, em pouquíssimos dias, do prazo máximo de duração da oferta, de 180 dias – o caso mais grave foi de 12 dias excedentes, sendo que os outros foram de 2 e 4 dias; (ii) a ausência de declarações assinadas por 3 investidores, num universo de centenas; e (iii) o valor alvo mínimo ter sido inferior ao estipulado pela Instrução CVM nº 588/2017 em apenas 1 de 46 ofertas. E, em nenhum desses casos, o Termo de Acusação foi capaz de demonstrar a ocorrência de prejuízos a quem quer que seja – nem aos investidores, nem ao bem jurídico tutelado pela norma”.

47. Como a própria Acusação reconheceu que tais ocorrências não justificariam sequer a abertura de um PAS<sup>47</sup>, tais imputações foram mantidas sob um argumento frágil de que um processo administrativo sancionador já teria sido aberto em função das alegadas falhas em uma das ofertas (Tergos), o que, segundo a visão desses defendentes, configuraria um mau uso do processo sancionador, indo na direção contrária ao que preconiza o art. 4º da ICVM nº 607/2019.

48. Na sequência, a defesa da Plataforma trouxe o entendimento da Autarquia sobre o cumprimento de outras normas de caráter procedimental e relacionadas ao funcionamento de controles e procedimentos internos de outros participantes de mercado, na falta de precedentes

<sup>46</sup> Foi pontuado que, em uma das apontadas infrações, a oferta realizada pela FAG foi substituída por outra, efetuada pela 21 Comercio e Serviços de Energia Limpa Ltda, sem explicação por parte da área técnica.

<sup>47</sup> “Em relação às irregularidades 1, 2 e 3 (...) devido à baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e em linha com o disposto [na] ICVM 607/19, não haveria justa causa para a apresentação de termo de acusação” – fl. 1 do Termo de Acusação (Doc. 0950178).





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

específicos acerca da correta observância de dispositivos da ICVM nº 607/2019.

49. Nesse sentido, no caso do PAS CVM nº RJ2010/9129, j. em 09.08.2011, em que se discutiu a responsabilidade de administrador de fundo de investimento relativa ao cadastramento de clientes, o diretor relator, em voto seguido pela unanimidade do Colegiado, pontuou que *“não são raras as normas, emitidas pela CVM, em que se estabelecem obrigações procedimentais, aparentemente meramente de cunho formal”*. No precedente apontado, mencionou-se que tais regras *“dizem respeito à estrutura e à organização das atividades dos jurisdicionados da CVM, ou seja, os procedimentos internos daqueles agentes”* e não seria a *“falha no cadastro de um cliente ou a inexistência do termo de adesão de um cotista – ou, da mesma maneira, a falha formal em um termo de adesão isolado”* o elemento hábil a configurar um descumprimento. Tais fatos até poderiam corresponder a determinadas irregularidades, mas de um modo geral, não seriam hábeis a *“suportar uma acusação de descumprimento daquelas obrigações procedimentais”*. Nesses casos, o descumprimento de tais obrigações resultaria da *“identificação de falhas ou de inexistência nos próprios procedimentos que cumpria, ao agente jurisdicionado, estabelecer”*.

50. No caso do PAS CVM nº SP2010/049, também do Diretor Relator Otavio Yazbek, julgado em 12.11.2013, relativo a falhas pontuais no cumprimento de obrigações impostas pela ICVM nº 301/1999, por parte de instituição intermediária:

*“(…) se deveria aplicar os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade para, diante da constatação de que se trata de problemas meramente formais, afastar a responsabilidade dos Acusados. Tratando-se de problema identificado em duas fichas cadastrais, que equivalem a 4,5% das fichas analisadas na inspeção (e que, portanto, não parecem demonstrar uma falha generalizada nos processos de cadastro da Finabank) não acredito que seja proporcional nem razoável apenar os Acusados, o que está em linha, aliás, com os precedentes deste Colegiado.”*

51. Como apontam os defendentes, naquele caso, o Colegiado entendeu que problemas com tais informações precisariam ser mais generalizados ou apresentar alguma relevância material para que pudessem fundamentar condenações.

52. Em outro precedente<sup>48</sup>, o voto vencedor, do então Diretor Gustavo Gonzalez, concluiu que não se pode apenar um intermediário – tal como uma plataforma de *crowdfunding*, como exemplificam os defendentes, somente porque seus controles não foram 100% efetivos, sendo necessário a demonstração que esse participante de mercado não dispunha de controles efetivos para cumprir com suas obrigações:

*“A CVM pode e deve exigir que os participantes do mercado adotem controles efetivos e*

<sup>48</sup> PAS CVM nº RJ2017/4091, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13.08.2019.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031  
[www.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

estabeleçam rotinas para regularmente testar a eficácia desses procedimentos; não pode, contudo, presumir que tais controles, por melhores que possam ser, estejam 100% à prova de falhas. Como aponta a defesa, é possível, por exemplo, que uma ordem deixe de ser gravada por uma falha isolada no funcionamento dos equipamentos de gravação, fato que, por si só, a toda evidência, não autorizaria a conclusão de que o intermediário não tinha controles efetivos para cumprir com as obrigações de registro e arquivamento das ordens”.

53. A tais precedentes, a defesa da Plataforma apresentou algumas estatísticas para corroborar sua visão que tais falhas teriam sido pouco significativas em relação ao conjunto de ofertas intermediadas pela Basement: o descumprimento 1 envolveu apenas 3 ofertas (6,5%), o descumprimento 2, apenas duas (4,3%), e os descumprimentos 3 a 7 envolveriam apenas uma única operação (2,2%).

54. Acrescentou, ainda, que o tempo excedente (descumprimento 1) correspondeu a somente 2, 4 e 14 dias – respectivamente, 1,1%, 2,2% e 6,6% do prazo máximo; e que no caso das ausências de declarações de investidores (descumprimento 2), a irregularidade abrange apenas três subscritores, em um universo de 709 (0,42% do total), percentual que cairia de forma expressiva se fosse comparado com o total de subscritores de todas as ofertas. No que se refere ao descumprimento 3, prossegue afirmando que não teria havido qualquer demonstração de que a execução do empreendimento tenha sido prejudicada.

55. Nesse particular, a defesa prossegue analisando os “*descumprimentos 1, 2 e 3*” sobre o prisma do princípio da insignificância, apontando sua aplicação de forma sistemática pelo Colegiado da CVM, apontando alguns precedentes, como o Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2002/6982, julgado em 18.12.2003:

“(…) não se pode perder de vista que a CVM, ao exercer sua pretensão punitiva, deve sempre adotar como parâmetro determinados princípios que norteiam a correta interpretação e aplicação do direito, sendo interessante destacar, no presente caso, os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, que se encontram inclusive previstos no artigo 2º da Lei nº 9.784/99, que regula os processos administrativos no âmbito da administração pública federal.

15. Os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, em última análise, traduzem a ideia de um senso-comum de justiça, de valorização da razão, de equilíbrio e moderação frente ao caso concreto. Refletem, também, um posicionamento de harmonia e equivalência entre o bem jurídico violado e a punição que se pretende impor ao autor da irregularidade.”

56. A defesa apontou, ainda, precedente contido no julgamento do PAS CVM nº 11/2013 (Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 30.01.2018), em que foram examinadas duas infrações que, em certa medida, seriam semelhantes àquelas imputadas à Plataforma. Em uma irregularidade, alguns cotistas apresentaram percentual superior ao permitido pelo art. 7º da ICVM nº 40/1984, ocorrências que teriam sido regularizadas, sem ter sido identificado, considerando mais de 300



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

clubes administrados, prejuízo aos cotistas nem ao mercado em geral. Na outra infração, o clube ultrapassou ligeiramente o limite de 150 cotistas, então previsto no art. 9º da ICVM nº 40/1984, e por curto período. Embora tais fatos fossem incontroversos, o Colegiado entendeu que faltava materialidade a justificar a atuação da CVM em processo administrativo sancionador. Em suma, não teriam sido encontrados indícios de falhas de controle disseminadas, mas sim problemas isolados e que não teriam trazido maiores consequências a terceiros ou ao mercado de capitais<sup>49</sup>.

57. Tendo aduzido que a Basement adotara medidas para aperfeiçoar seu sistema eletrônico, o que foi informado à Autarquia por mensagem eletrônica<sup>50</sup> de 20.12.2019, de modo que todos os investidores passassem a assinar suas respectivas declarações, incluindo aqueles que aplicaram menos de R\$10.000,00 no ano, a defesa da Plataforma e de seu responsável concluiu afirmando que estão em situação similar ao dos precedentes da Autarquia que aplicaram o princípio da insignificância e absolveram os respectivos acusados.

### As demais acusações de descumprimento da ICVM nº 588/2017

58. Os demais alegados descumprimentos (4 a 7), na visão da defesa, teriam decorrido de uma interpretação inadequada por parte da SRE, eis que todos eles decorriam do fato que um grupo de investidores teria transferido o valor de seus respectivos investimentos diretamente para a conta da emissora, tendo entendido a Acusação que, pelas características e temporalidade das negociações, teria ocorrido oferta privada. Como a Plataforma optou por consolidar esses investimentos na oferta pública da Tergos, a SRE então concluiu que teria havido infração a diversos dispositivos da regulação das atividades de tais plataformas. Haveria, aqui, segundo essa visão, um equívoco conceitual da Acusação, ao tratar tais investimentos como oferta privada.

59. Quanto ao que apontou como confusão de conceitos, a defesa menciona o julgamento ocorrido no âmbito do PAS CVM nº RJ2017/0038, em que fui relatora, em voto que foi acompanhado por unanimidade, em que ressaltei o caráter instrumental do registro de uma oferta pública, voltado a proteger o público investidor, e destaquei as condições para que uma tal captação possa ser considerada pública, ou seja, quando os atos de distribuição são destinados ao público em geral, não sendo necessário o mesmo regime de proteções quando a oferta é privada.

60. Neste particular, citando o §1º do art. 3º da ICVM nº 400/2003, a defesa reforçou que não será pública a captação quando houver prévia relação comercial, creditícia, societária ou

---

<sup>49</sup> Segundo a defesa, o mesmo entendimento teria sido manifestado em outros precedentes, como nos casos dos PAS CVM nº RJ2005/033, Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. em 05.10.2005; PAS CVM nº SP2010/049, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 12.11.2013; e PAS CVM nº 14/2003, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. em 15.05.2007.

<sup>50</sup> Doc. 0949830, pág. 35.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

trabalhista, estreita e habitual das pessoas abordadas com a emissora, citando trecho do voto<sup>51</sup>:

“Note-se que não está sujeita a registro na CVM a oferta de valores mobiliários destinada àqueles que tenham prévia relação com a companhia emissora do ativo ofertado, considerada estreita e habitual, de natureza comercial, creditícia, societária ou trabalhista. Embora os termos ‘estreita’ e ‘habitual’ possam gerar discussões interpretativas, não foram incluídos pelo regulador por acaso e têm relação direta com o caráter instrumental do registro.

É dizer, a inaplicabilidade das regras atinentes a ofertas públicas a hipóteses como essa decorre da presunção de que pessoas que mantêm relação prévia, estreita e habitual com a emissora, seja ela comercial, creditícia, societária ou trabalhista, já têm (ou têm condições de ter) acesso às informações essenciais sobre o investimento que o eventual registro da oferta lhes proporcionaria.

.....  
Cabe destacar que o Colegiado da CVM já reconheceu o caráter público de uma oferta colocada no mercado por instituição financeira a seus clientes, considerando que a relação comercial de massa estabelecida entre eles, apesar de habitual, era pouco estreita”.

61. Destacando, no precedente, trecho<sup>52</sup> que reconhece inexistir impedimento a que oferta apresentada individualmente a alguns investidores potenciais seja considerada como pública, a defesa apontou que a Acusação não chegou a analisar se os investidores tinham relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista com a Tergos e muito menos se seria estreita e habitual. Nessa perspectiva, as imputações se basearam no fato de dez investidores que transferiram recursos diretamente para a Emissora serem “*conhecidos próximos*”, além do investimento da TPE.

62. No que concerne a esse grupo de dez investidores, inferiu que a SRE tenha entendido que a relação seria aparentemente de amizade, algo que não poderia, nessa visão, autorizar qualquer presunção de que os investidores tivessem informações suficientes e simétricas a respeito dos negócios da Emissora. De todo modo, a tais potenciais investidores teriam sido apresentados materiais idênticos aos utilizados junto aos demais investidores que liquidaram o investimento por meio da Plataforma. No que se refere à TPE, tampouco teriam sido empreendidos esforços para verificar se os vínculos com tal empresa qualificariam, por essa razão, a oferta como privada e que, mesmo que isso fosse razoável, não haveria indício de que o vínculo fosse habitual e estreito.

63. De todo modo, não caberia à Plataforma partir do pressuposto que tal oferta seria privada e, ademais, nem teria ela qualquer dever informacional no caso, porquanto tomou conhecimento do investimento de Tergos Pesquisa e Ensino apenas após 178 dias do início da captação. Não seria razoável atribuir-lhe qualquer responsabilidade nesse caso, pois as informações essenciais da

<sup>51</sup> PAS CVM nº RJ2017/0038, Dir<sup>a</sup>. Rel<sup>a</sup>. Flávia Perlingeiro, j. em 08.09.2020.

<sup>52</sup> “*Nada impede que uma oferta apresentada individualmente a potenciais investidores, sem o uso de meios de comunicação de massa, seja considerada 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031  
[www.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

oferta são preparadas antes dos aportes, acrescentando que ninguém teria aderido à Oferta após essa subscrição de TPE, segundo os defendentes. Nas palavras da defesa: *“não faz sentido, portanto, a SRE imputar responsabilidade ao Basement por este não ter informado uma oferta alegadamente privada a dois dias do fim do prazo da operação”*.

64. A defesa acrescentou, ainda, que não houve ato de distribuição por parte da Plataforma, nos casos acima referidos, de modo que não seria possível imputar infração ao disposto no art. 28, inciso XVI, da ICVM nº 588/2017<sup>53</sup>. Mesmo que se entendesse que tenha havido oferta privada, a área técnica não teria discriminado quais seriam tais atos de distribuição praticados por Basement, faltando, portanto, um elemento essencial do tipo ilícito. Sua atuação, na verdade, entendendo que não houve oferta privada em meio às captações realizadas publicamente, teria sido no sentido de incluir posteriormente tais investimentos no ambiente da Plataforma, solução que foi entendida como razoável à luz da ICVM nº 588/2017.

65. A propósito, a resposta de Basement<sup>54</sup> à solicitação feita pela SRE, por meio do Ofício nº 367/2019/CVM/SRE/GER-3<sup>55</sup>, de esclarecimentos sobre as transferências feitas diretamente para a conta da Tergos, deixou claro que tomou conhecimento dos aportes em questão apenas depois que eles foram consumados:

“(…) antes da abertura da oferta pública pelo Basement, a Tergos S.A. já havia iniciado uma negociação de investimentos junto a um grupo próximo de investidores, os quais acabaram por ser consolidados na oferta pública (...) “[a]o tomar conhecimento de que os investidores já haviam transferido o valor do investimento diretamente para a conta da emissora, o Basement, à época, não entendeu por necessário tomar qualquer medida adicional porque os investidores haviam efetuado a reserva e confirmação de investimento na plataforma, bem como assinado o contrato de investimento da oferta pública de acordo com o montante transferido à conta da emissora, sendo a transferência diretamente à conta da empresa, já consumada, a única irregularidade no investimento desses investidores.”

66. Assim, sob esse prisma, a Plataforma não cometeu infração alguma, pois não empreendeu nenhum esforço de distribuição e só soube das transferências após sua consumação, tendo então optado por tratar esses valores captados diretamente junto aos demais, uma vez que os investidores foram providos com as mesmas informações disponibilizadas ao público em geral.

67. Posteriormente, a defesa de Basement e Frederico Rizzo examinou as alegadas violações ao art. 5º, §2º; art. 11, §2º, IV; e art. 19, III, “e”, da ICVM nº 588/2017.

---

<sup>53</sup> Art. 28 (...) as plataformas eletrônicas de investimento participativo (...) não podem: (...) XVI – distribuir, fora do ambiente eletrônico da plataforma, valores mobiliários de sociedade empresária de pequeno porte objeto de oferta pública em andamento.

<sup>54</sup> Doc. 0949830, pág. 30.

<sup>55</sup> Doc. 0949830, pág. 20.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

68. Nesse particular, repisou que a Plataforma só tomou conhecimento daqueles investimentos após sua realização e, exatamente por essa razão, não tinha registros das datas de tais aportes que, como sustentado, não representariam de forma alguma oferta privada. Tais investidores não apenas receberam os mesmos materiais da oferta pública, como já haviam efetuado reserva e confirmação do investimento por meio do ambiente eletrônico, sendo que a transferência dos valores diretamente à conta da empresa, como ocorreu, teria sido a única irregularidade:

“Ao tomar conhecimento de que os investidores já haviam transferido o valor do investimento diretamente para a conta da emissora, o Basement, à época, não entendeu por necessário tomar qualquer medida adicional porque os investidores haviam efetuado a reserva e confirmação de investimento na plataforma, bem como assinado o contrato de investimento da oferta pública de acordo com o montante transferido à conta da emissora, sendo a transferência diretamente à conta da empresa, já consumada, a única irregularidade no investimento desses investidores”<sup>56</sup>.

69. A defesa concluiu que o *modus operandi* dos defendentes se adequou à boa realização da oferta, de acordo com o preceituado pela ICVM nº 588/2017, e que condená-los significaria punir agentes que agiram de boa-fé, “*atuando da forma que lhes pareceu mais condizente com o funcionamento de uma oferta pública regulamentada pela Instrução CVM nº 588/2017*”.

70. No que se refere à imputação de que Basement teria incorrido no ilícito de criação de condições artificiais de demanda, em infração ao item I c/c item II, alínea “a”, da ICVM nº 8/1979, a defesa ressaltou que a Acusação entendeu que a Emissora, por meio da TPE, teria interferido no resultado da Oferta para viabilizar a captação pública. Ao aportar recursos por meio da Plataforma, a TPE teria gerado uma demanda artificial no âmbito da oferta, sendo que tampouco teria sido apresentado o “*comprovante de recebimento dos recursos da Tergos Pesquisa e Ensino Ltda.*”.

71. A defesa argumentou, ainda, que a acusação de que Basement também teria cometido essa infração ocorreu sem respaldo técnico algum e somente pelo fato de a Plataforma ter permitido que a operação fosse consolidada em seu ambiente de oferta pública, e que, ademais, Frederico Rizzo foi acusado sem qualquer análise de sua atuação.

72. Contestando as imputações, a defesa trouxe um exemplo de caso típico desse ilícito, quando duas instituições financeiras, buscando criar aparência de liquidez, negociam o papel entre si para aumentar o volume de transações. Segundo a doutrina<sup>57</sup>, tais operações simuladas criariam um mercado falsamente estruturado sobre um volume de operações que não refletiria as efetivas ordens de compra e venda de investidores genuinamente interessados na operação. Por

<sup>56</sup> Doc. 0949830, pág. 30.

<sup>57</sup> Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de capitais – regime jurídico*, 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 548.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

consequente, sendo os mesmos autores, existindo compras verdadeiras de valores mobiliários, não se caracterizaria a criação de condições artificiais.

73. Os defendentes também trouxeram à colação precedentes que apontam que a realização de operações artificiais, sem objetivo de efetiva compra e venda de valores mobiliários, sem fundamentos econômicos genuínos<sup>58</sup>, é característica desse ilícito, sendo que é na dissimulação da verdadeira finalidade do negócio que se consubstanciaria “*a essência da criação de condições artificiais de mercado, estando a artificialidade presente, no caso, em cada negócio que forjava uma compra e venda quando na realidade nada se queria comprar ou vender*”<sup>59</sup>.

74. Destacou-se, ainda, que a caracterização do ilícito exige que essas operações sejam capazes de fazer com que o público investidor opere com base em falsos parâmetros de negociação. Nesse sentido, é citada lição doutrinária que concluiu que existem operações que mesmo fraudulentas ou simuladas seriam atípicas, pois não deteriam potencial de afetar artificialmente a formação de preços no mercado<sup>60</sup>. A lógica de impacto junto ao público investidor, segundo a defesa, teria sido aplicada em precedentes da Autarquia, como o PAS CVM nº 12/04<sup>61</sup> e 06/04<sup>62</sup>: (i) “*as operações (...) foram registradas na BM&F, razão pela qual os participantes do mercado tiveram real ciência das mesmas. (...) Criar condições artificiais, em suma, é promover negócios que dão a falsa impressão aos demais participantes do mercado de que são reais, verdadeiros e autênticos*” (12/04, grifou-se); e (ii) “*o registro das operações na BM&F é suficiente para que se tenha certeza de que os participantes do mercado tiveram real ciência das mesmas*” (06/04, grifou-se).

75. Citando dois outros precedentes<sup>63-64</sup> de julgamentos do Colegiado na mesma direção, a defesa destacou quais seriam os elementos do tipo ilícito em questão, conforme doutrina<sup>65</sup>:

- (i) “*um conjunto de negociações ‘aparentes’, artificiais, simuladas, isto é, realizadas sem as efetivas ordens de compra ou venda por parte dos investidores*”;
- (ii) “*que ocasionem alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários, ou seja, que provoquem um ‘falso mercado’, levando outras pessoas a negociarem com aqueles papéis, por acreditarem que o mercado, artificialmente criado, é real e decorre de efetivas transações*”; e

<sup>58</sup> PAS CVM nº 12/04, Dir. Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. em 11.05.2010.

<sup>59</sup> PAS CVM nº 21/2010, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello, j. em 15.10.2019.

<sup>60</sup> Marcelo Costenaro Cavali, *Manipulação do Mercado de Capitais – Fundamento e Limites na Repressão Penal e Administrativa*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 312.

<sup>61</sup> Dir. Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. em 11.05.2010.

<sup>62</sup> Dir. Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. em 09.11.2010.

<sup>63</sup> PAS CVM nº 12/2010, Dir.ª. Rel.ª. Luciana Dias, j. em 07.10.2014

<sup>64</sup> PAS CVM nº 21/2010, Dir. Rel. Carlos Rebello, j. em 15.10.2019

<sup>65</sup> Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, op. cit., pp. 548-549.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- (iii) “*estando nelas caracterizado o intuito de criar um ‘falso mercado’, daí decorrendo que deve estar presente o dolo específico*”.

76. Com base nesses elementos, que a defesa asseverou não estarem presentes no caso concreto, razão pela qual a conclusão deveria ser no sentido de que não houve prática de tal infração, de modo que a conduta dos Acusados seria atípica.

77. Primeiro, não houve artificialidade, pois eventual investimento com o fim de cumprir o valor mínimo não os define como artificiais, para tanto, deveria ser provado que TPE não tinha nenhuma intenção genuína de investir em Tergos. Em segundo lugar, embora a Acusação tenha dado a entender que o objetivo teria sido o de subscrever o mínimo necessário para o sucesso da captação, tal investidora fez, na verdade, dois aportes, e o inicial já permitiria o alcançar o valor mínimo, tendo, na verdade, subscrito todo o restante da Oferta:

- (i) Tergos PE realizou o aporte de R\$ 775.500,00 em duas partes – a primeira de R\$ 334.000,00, em 20.12.2018, conforme extrato bancário disponibilizado<sup>66</sup> e a segunda no valor de R\$ 451.500,00, em 14.02.2019, no final da oferta;
- (ii) A oferta já estava bem-sucedida antes mesmo do segundo aporte, uma vez que, conforme comprovante anexado<sup>67</sup>, a operação já havia alcançado a cifra de R\$ 1.098.500,00, montante superior ao seu valor alvo mínimo<sup>68</sup>, de R\$ 1.000.000,00;
- (iii) Como a ICVM nº 588/17 delimitava o valor alvo mínimo como 2/3 do valor alvo máximo e como público investidor aportou R\$ 724.500,00, equivalentes a 48% do montante total captado, a TPE, ao subscrever os 52%, subscreveu na verdade 281% do valor que faltava para a oferta ser bem-sucedida (valor mínimo);
- (iv) Assim, o aporte foi realizado com base em um legítimo e genuíno interesse econômico da Tergos PE, pois os recursos aportados foram maiores que os necessários para que os objetivos fossem atingidos; e
- (v) Além disso, a sociedade subscreveu todo o restante da oferta, em vez de preencher apenas o necessário para que fosse atingido o valor alvo mínimo.

78. Reforçando os argumentos pelo reconhecimento de inexistência de artificialidade, a defesa contestou a menção, pela SRE, de que Tergos não apresentou o comprovante de recebimento dos recursos da Tergos PE, o que pareceria insinuar que Tergos PE teria apenas simulado uma transferência, simulação que teria sido de pleno conhecimento da Plataforma.

<sup>66</sup> Em resposta ao Ofício nº 4/2020/CVM/SRE/GER-3, constante do Doc. 0950057.

<sup>67</sup> Doc. 0950057

<sup>68</sup> A defesa pondera que “*embora esse valor pudesse ainda sofrer reduções, em razão do período de desistência de investimento garantido aos investidores pelo art. 3, III, da Instrução CVM nº 588/2017, era ele o único montante ao qual o público investidor possuía acesso e, portanto, o que representava o valor até então alcançado pela oferta*”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

79. Na realidade, a Tergos apresentara comprovante da transferência<sup>69</sup> de R\$ 334.000,00 realizada por Tergos PE, em 20.12.2018, que se comprometeu, ainda, a subscrever e integralizar R\$ 441.500,00 (os restantes R\$ 334.000,00 já transferidos), como exigido pela regulação<sup>70</sup>, ao assinar Termo de Adesão ao Contrato de Investimento<sup>71</sup>, assumindo o compromisso de integralizar os papéis subscritos, consoante o art. 106 da Lei nº 6.406/1976 (“LSA”)<sup>72</sup>, e:

- (i) como prevê o §2º do mesmo artigo<sup>73</sup>, a Tergos PE cumpriu com as condições<sup>74</sup> definidas pela integralização constantes da assembleia geral extraordinária da Tergos em que se deliberou o correspondente aumento de capital e seu anexo I – o boletim de subscrição – integralizando as ações em moeda corrente nacional; e
- (ii) na forma do art. 107, I<sup>75</sup>, da LSA, o boletim chega a servir inclusive como título extrajudicial caso se verifique a mora do acionista.

80. A Defesa de Basement, então, ressaltou que a primeira linha da tabela do boletim de subscrição da Tergos já evidenciava o compromisso firmado pela Tergos PE, vide o quadro abaixo:

Subscriber	Ações Subscritas	Tipo de Ação	Valor a integralizar
Tergos Pesquisa e Ensino Ltda.	49652	PNA	R\$ 775.500,00

81. Basement também pontuou que o Livro de Registro de Ações Nominativas da Tergos<sup>76</sup>, em sua página 9, reflete a integralização feita pela Tergos PE:

<sup>69</sup> Doc. 0950057.

<sup>70</sup> O art. 3º, §2º, da ICVM nº 588/2017 assim dispõe: “A confirmação de investimento a que se refere o inciso III corresponde a uma ação do investidor, em que ele se compromete firmemente a participar da oferta, por meio da: I – transferência de recursos; ou II – assinatura do contrato de investimento.”

<sup>71</sup> Doc. 1120950, do qual é constante a seguinte redação “1.2. Investimento. Mediante a celebração do presente Termo de Adesão, o Investidor declara, para todos os fins de direito, que: (i) compromete-se a subscrever e integralizar, na forma prevista nas Cláusulas 2 e 3 do presente Termo de Adesão, a importância de R\$ 441.500,00 (...)”

<sup>72</sup> Art. 106. O acionista é obrigado a realizar, nas condições previstas no estatuto ou no boletim de subscrição, a prestação correspondente às ações subscritas ou adquiridas.

<sup>73</sup> §2º O acionista que não fizer o pagamento nas condições previstas no estatuto ou boletim, ou na chamada, ficará de pleno direito constituído em mora, sujeitando-se ao pagamento dos juros, da correção monetária e da multa que o estatuto determinar, esta não superior a 10% (dez por cento) do valor da prestação.

<sup>74</sup> Doc. 1120951, Ata da AGE, Anexo I – “Aprovar a criação de 96.192 (...) Ações (...) integralizadas em moeda corrente nacional (...)”

<sup>75</sup> Art. 107. Verificada a mora do acionista, a companhia pode, à sua escolha: I - promover contra o acionista, e os que com ele forem solidariamente responsáveis (artigo 108), processo de execução para cobrar as importâncias devidas, servindo o boletim de subscrição e o aviso de chamada como título extrajudicial nos termos do Código de Processo Civil.

<sup>76</sup> Doc. 1120952.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Data	Subscritas	Valor Integralizado	Valor a Integralizar	Classe	Preço de emissão	Transferida pelo Ato	Total de Ações
						Recebido da Eduardo	
20/02/19	49.652	R\$775.500,00	0	PNA	R\$15,61	Emissão de novas ações pela Companhia conforme Assembleia Geral Ordinária de 20/02/19	49.652

82. Logo, não considera razoável exigir que a Plataforma constatasse a criação de um falso mercado, reforçando que, nas ofertas de *crowdfunding*, o valor do título que se distribui em cada oferta não sofre alterações conforme a oferta e a demanda a ele intrínsecas, inclusive, não havendo, à época dos fatos, um mercado secundário para tais ativos.

83. Depois de repisar considerações formuladas anteriormente, sobre o momento em que tomou ciência do investimento de Tergos PE e que, após esse último, não houve novos aportes, a defesa da Plataforma destacou que a finalidade por trás da imposição de um valor alvo mínimo é justamente “*impedir que o investidor se comprometa com um empreendimento que corra o risco de não obter recursos o suficiente para ser desenvolvido*”<sup>77</sup>.

84. Adicionalmente, Basement teria adequado o ocorrido à regulamentação ao integrar e canalizar os recursos ao emissor por meio de sua interface, inexistindo dispositivo que proíba ou restrinja a possibilidade de participação de partes relacionadas em ofertas de *crowdfunding*.

85. Desse modo, não haveria como imputar à Plataforma e a Frederico Rizzo a infração de criação de condições artificiais de demanda, tampouco a de não terem suspenso ou cancelado a oferta, com a imediata comunicação à CVM, na forma do art. 19, V, da ICVM nº 588/2017.

86. Por fim, os defendentes salientaram que o processo administrativo sancionador não deveria ter sido instaurado neste caso, trazendo diversas considerações sobre a ICVM nº 607/2019, cuja proposta inicial de regulamentação considerou o projeto Custo de Observância que integrou o objetivo estratégico nº 10.6 do “Planejamento Estratégico – Construindo a CVM de 2023”, que consistia no “aprimoramento de análise do arcabouço normativo com vistas à redução dos custos de observância pelos participantes do mercado”. Reforçou-se a importância de a CVM priorizar infrações de natureza grave, sendo a via sancionatória apenas um dos instrumentos à disposição do regulador, sendo o último recurso, “*destinado aos casos que efetivamente justifiquem medida*

<sup>77</sup> Alberto Vieira, David Schechtman e Felipe Hanszmann, “As Limitações do *Crowdfunding* de Investimento no Brasil como Forma de Financiamento”, in Henrique Barbosa e Sérgio Botrel (coord.), *Novos Temas de Direito e Corporate Finance*, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 404.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

*contundente do aparato estatal*”. Nesse sentido, citou como precedente<sup>78</sup>:

“Não são todas as infrações administrativas que apresentam justa causa para instauração de processo sancionador, mas, somente aquelas em que a punição se mostre como medida necessária e adequada, tendo em vista as finalidades da CVM em sua atividade sancionadora.”

87. Analisando as particularidades do mercado de *equity crowdfunding* e a postura ativa da Plataforma em participar da regulamentação desse mercado, alegaram os defendentes que:

- (i) por este mercado ter agentes de menor porte, é recorrente que eles enfrentem entraves na adaptação a um novo marco regulatório como a ICVM nº 588/2017, uma vez que nem sempre lhes é possível contar com a assessoria de especialistas em regulação do mercado de valores mobiliários, como podem fazer os participantes mais tradicionais; e
- (ii) sendo raros os pronunciamentos da CVM a respeito do tema, as incertezas quanto à forma de observância da regulação são intensificadas, ao passo que a norma de regência foi editada apenas cerca de um ano e meio antes dos fatos deste PAS.

88. Adicionalmente, acrescentou que os Acusados teriam se engajado e tomado a frente nas discussões sobre as inovações do mercado de *crowdfunding*, participando de reuniões e audiências com a Autarquia, com o intuito de colaborar na construção de uma regulação que atendesse aos anseios do mercado e, ao mesmo tempo, protegesse o público investidor de ilegalidades. Em particular, a plataforma de investimento participativo colaborou para atender às solicitações realizadas pela Autarquia, também tendo atuado para aprimorar seus sistemas e controles internos frente aos comandos da ICVM nº 588/2017, inclusive no caso em questão.

89. Como nenhum investidor teria sido lesado pelas alegadas infrações à ICVM nº 588/2017, nem houve reclamação nesse sentido, concluiu que o presente PAS jamais deveria ter sido instaurado, podendo esse ato frear o desenvolvimento de um mercado promissor, capaz de disseminar o acesso ao mercado de capitais entre empresas de menor porte – de modo que absolvição dos acusados seria o único desfecho alinhado com as reformas empreendidas.

### ***III.2. Tergos e Marcelo de Sousa***

90. As razões de defesa trazidas por Tergos (“Defesa da Tergos”) foram apresentadas tempestivamente<sup>79</sup>, as quais são resumidas a seguir.

#### *Da acusação de criação de condições artificiais de demanda*

<sup>78</sup> PAS CVM nº 11/2013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 30.01.2018.

<sup>79</sup> Doc. 1120906.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

91. A Defesa de Tergos seguiu a seguinte cronologia dos fatos, conforme sua interpretação:
- (i) De acordo com disposto no inciso III do art. 5º da ICVM 588/2017, houve a captação do valor alvo máximo na oferta da Tergos (R\$ 1.500.000,00), que o valor alvo mínimo era de R\$ 1.000.000,00 (2/3 do valor alvo máximo);
  - (ii) A tese acusatória constante do TA acreditava que sem o aporte de R\$ 775.500,00 pela Tergos PE, a oferta não seria bem-sucedida, tendo em vista que, conforme planilha<sup>80</sup>, o investimento foi realizado 178 dias após o início, e que a Acusação teria concluído que, na subscrição dessa quantia, qual seja, 52% do montante total captado, teria sido alcançando o limite mínimo necessário para viabilizar oferta de modo a possibilitar o ingresso de recursos dos investidores;
  - (iii) O investimento da Tergos PE não se mostraria de todo esvaziado de seu propósito principal que era a aquisição de ações, o qual seria um exemplo, na verdade do chamado *skin in the game* – revelando o grau de confiança da controladora na operação da controlada na colocação de capital próprio. Para isso, a Defesa menciona o comprovante que ratifica o recebimento de recursos pela emissora<sup>81</sup>;
  - (iv) O valor mínimo ter sido alcançado (R\$ 1.000.000,00), bastaria o aporte de R\$ 275.500,00, já que terceiros não relacionados já tinham colaborado com R\$ 724.500,00 (48% do montante total captado);
  - (v) Após o primeiro aporte, no valor de R\$ 334.000,00, em 20.12.2018, já se alcançou o investimento mínimo;
  - (vi) Em 30.12.2018, conforme os mesmos comprovantes citados, uma vez já reservada a quantia de investimentos no montante de R\$ 1.082.000,00, a oferta seguiu aberta, aceitando captações, até sua data de encerramento previamente designada;
  - (vii) Conforme comprovante enviado aos Requerentes pela Plataforma, anexo<sup>82</sup>, “*que em 14/12/2019 (sic), data em que a Tergos (por meio do representante [M.]*”, realizou o segundo aporte (de R\$ 451.500,00), a Plataforma já tinha, consolidados, R\$ 1.098.500,00 em investimentos reservados – o valor mínimo já estava formado desde o dia 08.02.2019; e
  - (viii) Precedentes do Colegiado da CVM estabelecem o conceito de artificialidade e que uma acusação quanto a esse ilícito não pode ser tomada com base em hipóteses; “*trata-se de conduta fraudulenta que, para ser imputada a alguém, precisa ser provada*”, contribuindo, assim, para a transmissão de um sinal ilusório ao mercado quanto à liquidez de um determinado título, constituindo-se em operações “com

<sup>80</sup> Doc. 0950040.

<sup>81</sup> Doc. 1120907.

<sup>82</sup> Doc. 1120928.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

finalidades alheias ao mercado”<sup>83</sup>, englobando operações previamente acordadas<sup>84</sup>.

92. A Defesa da Tergos considerou que tais entendimentos, colocados diante da cronologia dos aportes, são hábeis a desconstruir a interpretação da acusação: “*se o aporte tivesse sido realizado integralmente no início da veiculação da oferta a interpretação teria sido outra, o que reforça a ideia de que se trata mais de ilações do que de provas, até porque estas definitivamente não existem*”, alegando, também, que não há que se falar em “*ajuste antecipado do aporte*”.

93. Nessa linha, a defesa citou voto vencedor do então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no Processo CVM nº RJ 2002/2405:

“à luz do processo administrativo (...) é fundamental a existência de provas (...) não é qualquer indício que autoriza a condenação e, mais ainda, de que a pluralidade de indícios também não necessariamente autoriza a condenação (...) para a ensejar a condenação, os indícios devem ser graves, plurais, convergentes e concludentes (...)”

94. Por fim, considerando que, a partir das alegações de que (a) os aportes da Tergos PE foram comprovados documentalmente; (b) se há dúvida, e não provas, “*não há que se falar em punição – in dubio pro reo*”, a Tergos requereu que a acusação de infração ao item I c/c item II, “a”, da ICVM nº 8/1979 seja julgada improcedente.

### Da disponibilização dos montantes captados antes da confirmação do êxito da oferta

95. No que se refere à referida irregularidade, a Defesa da Tergos ressaltou que a Plataforma, após a assinatura dos contratos de investimento<sup>85</sup>, anexados à peça de defesa, nada viu de irregular nas transferências diretas de valores. Acrescentou que, de acordo com as declarações de Basement, relatadas acima, não houve intenção de burlar o sistema, mas apenas um equívoco procedimental, o qual teria sido avalizado pela Plataforma. Assim, se Basement buscou adotar essa orientação para dar aparência de maior eficiência na captação, não caberia responsabilizar Tergos – uma vez que isso seria estender a punição a aqueles que não a cometeram.

96. A Defesa da Tergos pleiteou, então, a absolvição quanto à acusação de infração ao art. 5º, §2º, da ICVM nº 588/2017, alegando que não houve cometimento da infração imputada e que, se houve, não deveria ser punida como sujeito ativo.

### Da acusação de que investimentos poderiam ter sido confirmados fora da Plataforma

97. Quanto à acusação de que investimentos poderiam ter sido confirmados fora do ambiente da Plataforma, a Defesa da Tergos alegou que até mesmo os clientes que tiveram a oportunidade

<sup>83</sup> PAS CVM nº 12/2010, *op. cit.*

<sup>84</sup> PAS CVM nº RJ2013/04, Dirª. Relª. Ana Novaes, j. em 25.02.2014

<sup>85</sup> Doc. 1120938.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

de investimento apresentada fora da Plataforma – e que transferiram os recursos diretamente à conta da emissora – foram orientados, por Basement, a percorrer o caminho habitual e se inserirem no ambiente da Plataforma, e que os mesmos materiais lhes teriam sido apresentados.

98. Por isso, a Defesa da Tergos considerou descabida a lógica da imputação de infração ao art. 11, §2º, inciso IV, da ICVM nº 588/2017. Na sequência, pleiteou que fossem afastadas as imputações, alegando a não existência de provas e de dano aos investidores – ressaltando que não encontra motivo para a imposição de multas. Citou, também, probidade e os bons antecedentes da Emissora como atenuantes, solicitando que o Colegiado, caso entenda pela imposição de multa, siga em sua dosimetria “*os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como a capacidade econômica das partes, sendo fixada no patamar mínimo possível, quiçá simbólico*”.

### V. MANIFESTAÇÃO DA PFE-CVM

99. A Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) se manifestou<sup>86</sup> pela adequação do TA ao disposto nos arts. 5º, 6º e 13 da ICVM nº 607/2019, então vigente.

### VI. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

100. Em 27.11.2020, Basement e Frederico Rizzo apresentaram proposta conjunta de Termo de Compromisso (“TC”)<sup>87</sup>, em que propuseram pagar, conjuntamente, e em 3 (três) parcelas de igual valor, o valor total de R\$ 30.000,00 (trinta mil reais), para colocar fim a este PAS.

101. Para celebrar o TC, Basement e Frederico Rizzo alegaram que estão em cumprimento com os incisos I e II do § 5º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, regulamentado pelo art. 82 da ICVM nº 607/2019, os quais preveem requisitos a serem atendidos para a celebração de TCs com a CVM.

102. Quanto a cada um dos requisitos, destacou a Basement que (i) como as quatro ofertas sobre as quais condutas supostamente irregulares foram imputadas já se consumaram, “*não há que se falar em prática a ser cessada*”; e (ii) a eventual correção da conduta está restrita à compensação indenizatória no âmbito do TC, uma vez que “*as condutas tidas como irregulares se esgotaram e não há pessoas específicas prejudicadas*”.

103. Quanto à conveniência da apresentação da proposta de TC, Basement ponderou que deveriam ser consideradas: (i) a possibilidade de economia processual com a extinção do PAS; (ii) a boa-fé e os antecedentes dos acusados – que responderam prontamente às solicitações da CVM no âmbito da fiscalização e que nunca foram condenados pela Autarquia; e (iii) que o valor é suficiente para desestimular condutas do gênero e que se torna razoável pelo estágio incipiente da

<sup>86</sup> Doc. 1029808.

<sup>87</sup> Doc. 1148189.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Plataforma e pelos efeitos da crise econômico-sanitária de COVID-19.

104. Nesse particular, a PFE apresentou óbice à celebração de TC<sup>88</sup>, entendendo que a correção da referida irregularidade exigiria: (i) a comunicação dos fatos aos investidores da oferta da Tergos; e (ii) que se oferecesse a esses a restituição do valor investido, em valores atualizados.

105. Basement entendeu<sup>89</sup> não ser razoável a responsabilização da Plataforma pelo ressarcimento de valores, uma vez que não recebeu os recursos da captação. Nesse particular, a PFE-CVM, em nota<sup>90</sup>, não aduziu novas considerações, tendo mantido sua opinião sobre o óbice.

106. Em 26.01.2020, o Comitê de Termo de Compromisso (“CTC”) deliberou negociar a proposta de TC e apresentou sua contraproposta, segundo a qual Basement deveria: (i) ressarcir os investidores que participaram da oferta da Tergos por meio da plataforma de *crowdfunding* no valor total de R\$ 321.500,00, em parcela única, a ser atualizado pelo IPCA a partir da respectiva data de investimento; e (ii) assumir o pagamento de duas vezes o valor atualizado.

107. Basement, então, em 11.02.2021, comunicou a desistência<sup>91</sup> da proposta de TC, tendo entendido que a contraproposta do CTC não se coaduna “*com as finalidades educativa e preventiva do termo de compromisso, tampouco com os fatos apresentados ao longo deste PAS*”.

### VII. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO E PAUTA PARA JULGAMENTO

108. Na Reunião do Colegiado de 08.12.2020<sup>92</sup>, fui sorteada relatora deste processo.

109. Em 21.08.2023, foi publicada pauta de julgamento no diário eletrônico da CVM<sup>93</sup>, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021

É o relatório.

Rio de Janeiro, 25 de setembro de 2023.

Flávia Sant’Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

<sup>88</sup> Parecer n. 00090/2020/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU (Doc. 1163960).

<sup>89</sup> Doc. 1173876.

<sup>90</sup> Nota n. 00001/2021/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU (Doc. 1179988).

<sup>91</sup> Doc. 1196157.

<sup>92</sup> Doc. 1155131.

<sup>93</sup> Doc. 1856880.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.001621/2020-91

Reg. Col. 2009/20

**Acusados:** Basement Soluções de Captação e Registro Ltda.

Frederico Plass Rizzo

Tergos S.A.

Marcelo Victor Pires de Sousa

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

**Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

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

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

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

<sup>2</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”).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

### II. MÉRITO

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

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

### II.1 A responsabilidade da plataforma de investimento participativo

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

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

8. Isso num contexto em que surgiam, em diversas jurisdições, plataformas eletrônicas de *crowdfunding*, em que a CVM se deparou com a questão de decidir a estratégia regulatória mais adequada para esse novo fenômeno, que estava sendo introduzido, de forma acelerada e quase simultânea, em diferentes mercados. Tratou-se, assim, de definir o desenho regulatório mais adequado, resultante de escolhas sobre o momento, as razões e a extensão da regulação dessas novas tecnologias<sup>3</sup>, equilibrando, de forma sistêmica, os objetivos de facilitar a inovação, preservar a segurança jurídica e proteger os investidores.

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

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

---

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





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

nº 400/2003 para emissões de MEs e de EPPs, como definidas em lei<sup>4</sup>. A dispensa passou a valer para captações até o montante de R\$ 2.400.000,00, em cada doze meses, limite inserido pela ICVM nº 482/2010. Para além das considerações de política regulatória, a norma atendia ao disposto no art. 179 da Constituição Federal, ao instituir regime jurídico diferenciado para ME e EPP, no caso, simplificando suas obrigações administrativas quando decidissem distribuir seus valores mobiliários perante o público investidor.

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

12. Assim, passou-se a contar com um regime bastante simplificado em relação ao então vigente para as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários em geral (da ICVM nº 400/2003, então vigente<sup>5</sup>) e mesmo aquelas que envolviam esforços restritos (da ICVM nº 476/2009, também em vigor à época), essas últimas, dispensando o registro previsto no art. 19 da Lei nº 6.385/1976 e a análise prévia pela CVM, considerando suas características de inexistência de esforços amplos de distribuição e público-alvo específico.

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

---

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

da Oferta<sup>7</sup>, qualquer que seja o seu valor, e do próprio mercado de valores mobiliários.

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

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

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

171. Nessa linha, o art. 11, I, da então vigente ICVM 476 prevê que cabe ao intermediário “tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta”.

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

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

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

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

---

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

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

---

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

28. Sobre as considerações de que a amostragem foi pequena, é fato que a supervisão selecionou apenas 3 (três) Ofertas dentre as 46 listadas pela Plataforma. Mesmo sem entrar na questão do critério adotado para definição do tamanho da amostragem, cabe pontuar que o grupo selecionado representa aproximadamente 10% das 35 ofertas bem-sucedidas<sup>11</sup> realizadas no período, incluindo operações com patamares variados de subscritores e valores subscritos<sup>12</sup>. Desse modo, não vislumbro elementos

<sup>10</sup> Item 5 do TA (Doc. 0950178).

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

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





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

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





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

39. Iniciando pelo alegado Descumprimento 1, acerca da inobservância do prazo de máximo de captação de 180 dias, estabelecido pelo art. 3º, I, da ICVM nº 588/2017, destaco que a Acusação pôde facilmente identificar as falhas a partir da própria planilha<sup>13</sup> fornecida pela Plataforma, tendo sido bastante cotejar as datas de início e de fim. Isso pode explicar o fato de ter sido incluída uma quarta Oferta, na análise, pois a detecção da falha foi trivial, sem maior aprofundamento.

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

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

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

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

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

---

<sup>13</sup> Doc. 0950176, pág. 2.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

45. A questão de se definir limites individuais para essas aplicações, a cada doze meses, foi alvo de intensos debates durante a Audiência Pública SDM nº 06/16. À época, a Autarquia optou por permitir o acesso de investidores de varejo a esses investimentos de alto risco e baixa liquidez, mas contrabalançou essa medida com uma postura conservadora em relação ao montante que poderia ser investido a cada 12 (doze) meses<sup>14</sup>. Note-se que esses limites foram considerados “regra de ouro” para o sucesso da abordagem regulatória adotada:

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

46. Desse modo, a CVM propôs uma série de deveres de verificação para as plataformas de *crowdfunding*, tudo a fim de assegurar a observância dos limites estabelecidos para o total que poderia ser aplicado, por investidor, em cada ano-calendário. Algumas obrigações procedimentais<sup>15</sup>, no entanto, suscitaram diversas críticas<sup>16</sup> de um amplo leque de participantes da consulta pública, questionamentos esses que terminaram sendo acolhidos na redação final da ICVM nº 588/2017, para substituí-los por uma autodeclaração. Desse modo, essa passou a ser a principal obrigação da plataforma no que se refere à “regra de ouro”, como reflete o referido relatório da Audiência Pública:

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

---

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

### II.3 Das demais infrações imputadas

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

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

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





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

58. Vejamos. Teria ocorrido, segundo a lógica acusatória, infração ao disposto no art. 28, XVI, da ICVM nº 588/2017<sup>17</sup>, que veda que plataformas de *crowdfunding* distribuam valores mobiliários da SEPP fora do seu ambiente eletrônico próprio se esses estiverem sendo objeto de oferta pública. Entendendo que se tratava de oferta privada em paralelo à oferta pública, Basement também teria deixado de informar essa oferta, tida como privada, aos investidores, descumprindo, assim, o disposto na alínea “c” do Anexo 8 da Seção 6 da ICVM nº 588/2017<sup>18</sup>. Ainda segundo o TA, Basement, “*como consequência dessas infrações, acabou por cometer outras irregularidades como veremos a seguir*”<sup>19</sup>, a saber: §2º do art. 5º da ICVM nº 588/2017 (transferências antecipadas dos recursos à Emissora) e alínea “e” do inciso III do art. 19 da ICVM nº 588/2017 (falha nos registros da Plataforma no que se refere às datas dessas transferências).

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

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

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

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

<sup>19</sup> Doc. 0950178, pág. 9.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

<sup>21</sup> Doc. 0950178, pág. 10.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

64. Foi nesse contexto factual, de uma decisão que, permito-me inferir, desde já, foi central para a SRE realizar as diversas imputações constantes da peça acusatória, que a área técnica concluiu que a finalidade da conduta de Tergos foi a de garantir o sucesso da captação, de modo que a Emissora teria agido para criar “*condição artificial de demanda no mercado de valores mobiliários, infringindo assim o disposto no item I c/c item II, alínea “a” da ICVM Nº 8/79*”<sup>22</sup>. Por conseguinte, Basement teria participado “*ativamente da infração*”<sup>23</sup> ao permitir que tal oferta fosse consolidada no seu ambiente de oferta pública, de modo que tal participante de mercado deveria ser considerado não apenas corresponsável por essa irregularidade, como também por outra infração autônoma, em razão da “*não divulgação desse fato aos demais investidores*” nos termos do que dispõe o art. 19, inciso V, da ICVM nº 588/2017<sup>24</sup>.

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

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

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

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

<sup>22</sup> Doc. 0950178, pág. 11.

<sup>23</sup> Doc. 0950178, pág. 11.

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

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

---

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

#### A atuação da Basement e de seu diretor responsável

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

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

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

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

---

<sup>26</sup> Doc. 0950178, pág. 11.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

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





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

### **A atuação da Tergos e seu diretor**

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

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

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

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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

---

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

### III. CONCLUSÃO

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

É como voto.

Rio de Janeiro, 27 de setembro de 2023.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro  
Diretora Relatora