



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.007254/2021-11

Reg. Col. 2597/22

**Acusados:** HSFX Trader Eireli

Humberto Alexandre de Figueiredo

**Assunto:** Apuração de responsabilidade por alegada oferta pública de derivativos por não integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, em infração ao art. 19 da Lei 6.385/76; exercício de atividade de distribuição de valores mobiliários sem autorização da CVM, em infração ao art. 16, I, da Lei 6.385/76; e administração irregular de carteira de valores mobiliários, em infração ao art. 2º da Instrução CVM 558 c/c art. 23 da Lei 6.385/76.

**Relator:** Diretor Daniel Maeda

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SMI em face dos Acusados, por supostamente terem realizado oferta (ou distribuição) pública de valores mobiliários - derivativos - sem que integrassem o sistema de distribuição de valores mobiliários, em infração ao disposto no art. 16, I<sup>2</sup> c/c art. 19, caput<sup>3</sup>, da Lei nº 6.385/1976, e também pelo alegado exercício da atividade de administração irregular de carteira de valores mobiliários sem prévia autorização da CVM, em infração ao art. 2º<sup>4</sup> da Instrução CVM 558 c/c art. 23<sup>5</sup> da Lei 6.385/76.

2. O PAS teve origem em processo administrativo instaurado para apurar as informações contidas na Denúncia apresentada à CVM por jornalista que solicitava esclarecimentos sobre a regularidade da atuação da HSFX. Em sua consulta, o jornalista informou que recebeu relatos de investidores que teriam celebrado contratos de investimentos com a HSFX que prometiam retornos financeiros que deixaram de ser pagos, além de não terem o retorno do capital inicial investido.

---

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

<sup>2</sup> Art. 16. Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades: I - distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I);

<sup>3</sup> Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão

<sup>4</sup> Art. 2º A administração de carteiras de valores mobiliários é atividade privativa de pessoa autorizada pela CVM.

<sup>5</sup> Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

3. Em 07.03.2021, foi emitido o Relatório N° 50/2021-CVM/SMI/GME<sup>6</sup>, que apontou para a existência de indícios “de que se trata de esquema fraudulento. Vale destacar a promessa de elevada rentabilidade (5% ao mês), sem qualquer detalhamento de como seria obtido tal retorno” e que a HAFX também estaria ofertando publicamente serviços de intermediação de valores mobiliários, por meio da existência da página [www.hsfx.com.br](http://www.hsfx.com.br) (“Site”). Diante do apurado, a SMI expediu a Stop Order de 07.04.2021<sup>7</sup>.

4. Em 23.09.2021, ante os fatos supramencionados, foi lavrado Termo de Acusação<sup>8</sup> pela SMI, que propôs a responsabilização dos Acusados. Apesar de regularmente intimados, os Acusados não apresentaram defesa.

5. Passo à análise do mérito.

## II. MÉRITO

### II.A. MEDIDAS CAUTELARES

6. Como relatado, a SMI entendeu pela ocorrência das infrações a partir de análise do conteúdo do Site mantido pelos Acusados, e também do CONTRATO DE PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS PARA ADMINISTRAÇÃO E INTERMEDIÇÃO DE COMPRA E VENDA DE MOEDAS DIGITAIS, BM&F E MERCADO FOREX”, que consubstanciariam claro apelo à poupança popular e formalização de uma relação de investimento.

7. Nesse contexto, em sede preliminar, é pertinente corroborar a adequação das medidas preventivas tomadas pela área técnica no sentido de alertar o mercado sobre a falta de autorização dos Acusados para atuar em qualquer atividade no mercado de valores mobiliários, assim como propor a comunicação ao Ministério Público quanto aos indícios de ocorrência de crime, como materializado pelo Ato Declaratório CVM n° 15.440<sup>9</sup>, de 05.01.2017.

8. Cumpre sempre reafirmar o caráter cautelar e preventivo de que se reveste o instrumento da Stop Order. O fundamento jurídico que lhe sustenta não repousa no dever geral da CVM de

---

<sup>6</sup> Doc. SEI 1341707.

<sup>7</sup> Ato Declaratório 18.593 de 07.04.2021, editado pela SMI (Doc. SEI 1341725)

<sup>8</sup> Doc. SEI 1341422

<sup>9</sup> Doc. 1341627.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

punir condutas irregulares<sup>10</sup> previsto na Lei nº 6.385, mas sim no de preservar e proteger os investidores desse mercado de “situações anormais” de mercado que possam comprometer o seu “funcionamento regular”<sup>11</sup>.

9. Assim, o objetivo desse ato administrativo é apenas o de evidenciar o que, de toda forma, já é uma informação pública<sup>12</sup>: a ausência de credenciamento ou registro daquelas pessoas perante a CVM em uma dada situação de fato na qual tal autorização prévia parece ser exigível. Assim, uma fundada suspeita, ainda que não tenha gozado de toda a profundidade probatória e o nível de contraditório típica de um processo administrativo sancionador, justifica a adoção dessa medida.

10. De outro lado, quando esses exames preliminares também indicam que a hipótese pode envolver a ocorrência em tese de crimes, a CVM também tem o dever de ofício de comunicar ao órgão persecutório competente tais indícios de ilícitos penais. De igual forma, não se exige que a CVM tenha concluído pela ocorrência de crime ou não, até mesmo porque não competiria à Autarquia formar juízo dessa natureza, cuja competência lhe escapa. Mas podem esses indícios levar, à luz das atribuições legais de quem é competente para analisá-las, à propositura de ações criminais que levem inclusive e no limite a conclusões distintas da que a CVM chegará em sede administrativa. Não apenas porque gozam ambas as instâncias de independência, conforme previsto na legislação<sup>13</sup>, jurisprudência<sup>14</sup> e precedentes anteriores da própria CVM<sup>15</sup>, mas também porque buscam proteger bens jurídicos que não coincidem em sua plenitude.

---

<sup>10</sup> Artigo 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades...

<sup>11</sup> Artigo 9º, § 1º. Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá [...] IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.

<sup>12</sup> Nesse sentido: PAS CVM nº 19957.001089/2020-11, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 20.09.2022;

<sup>13</sup> Veja-se, como exemplo, o disposto na Lei nº 8.112/90 em seu art. 125, no sentido de que “[a]s sanções civis, penais e administrativas poderão cumular-se, sendo independentes entre si”.

<sup>14</sup> “As instâncias civil, penal e administrativa são independentes, sem que haja interferência recíproca entre seus respectivos julgados, ressalvadas as hipóteses de absolvição por inexistência de fato ou de negativa de autoria. Precedentes: MS 34.420-AgR, Segunda Turma, Rel. Min. Dias Toffoli, DJe de 19/05/2017; RMS 26951-AgR, Primeira Turma, Rel. Min. Luiz Fux, Dje de 18/11/2015; e ARE 841.612-AgR, Segunda Turma, Rel. Min. Cármen Lúcia, DJe de 28/11/2014” (STF, Agravo Regimental no Habeas Corpus 148.391/PR. 1ª Turma, Rel. Min. Luiz Fux, j. 23.02.2018).

<sup>15</sup> Nesse sentido: PAS CVM nº 19957.001482/2020-04, Rel. Dir. Otto Lobo, j. em 14.11.2023.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### II.B. ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRAS DE VALORES MOBILIÁRIOS

11. Foi importante explorar um pouco mais a fundo a natureza jurídica de uma Stop Order para realçar a distinção que ela oferece em relação a um processo administrativo sancionador, em especial no campo da dilação probatória. Conquanto admitido que ali a publicação de tal medida se justifique na presença de fundadas suspeitas e mesmo sem esgotar os meios probatórios da conduta reputada como irregular, aqui, a acusação e eventual punição exigem um conjunto robusto de provas capazes de conduzir o julgador a um convencimento motivado da ocorrência da infração tratada e da identificação precisa de seus responsáveis, com a respectiva individualização de suas condutas.

12. Verdade que o direito admite - e os precedentes desta CVM assim corroboram - o uso de provas indiciárias como elementos aptos à condenação de um acusado<sup>16</sup>. Mas, como lembram esses próprios precedentes, eles precisam ser contundentes e convergentes no sentido da condenação, de forma a não abrir azo à consideração de uma alternativa lícita verossímil para aqueles mesmos fatos que afaste a possibilidade de uma condenação.

13. Não se pretende com isso desmerecer as origens ordinárias das ações de *enforcement* da CVM nessa seara que, como sabemos, decorrem em larga medida de reclamações e denúncias trazidas à Autarquia por investidores sobre o mercado marginal, o que, como visto, ocorreu aqui também.

14. Entretanto, é de se observar que estamos diante de apenas uma única e isolada denúncia, promovida por um terceiro não envolvido diretamente nas supostas condutas irregulares, e baseada em um documento que teria sido entregue a esse terceiro pelo potencial prejudicado. Entretanto, nem esse prejudicado, nem qualquer outro em algum momento buscou a CVM em nome próprio com reclamação ou denúncia do gênero.

15. Ademais, com relação à atividade de administração de carteiras, sabemos que, para sua caracterização e em linhas com os precedentes da CVM, é necessário à Acusação provar (i) a realização de uma atividade de gestão, (ii) qualificada como de natureza profissional, (iii) resultante da prévia entrega de recursos de investidores, e (iv) para que este, mediante autorização

---

<sup>16</sup> Ver, por exemplo, PAS CVM nº 19957.003780/2017-25, j. em 3.3.2020; PAS CVM nº 19/09, j. em 07.06.2011; e PAS CVM nº 13/09, j. em 13.12.2011.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

desses investidores, compre e venda valores mobiliários<sup>17</sup>. Ou seja, um tipo que exige a comprovação de que houve uma efetiva prestação do serviço regulado para terceiros.

16. Nesse diapasão, a única evidência existente no processo, para além da referida denúncia, é o conteúdo do website mantido pelo Acusados, conforme descrito no Relatório. No máximo, esse conteúdo, assim como o da denúncia, evidenciaria que os Acusados, no limite, estariam oferecendo o serviço. Mas não há evidências a respeito do que - efetivamente - os Acusados praticavam com os recursos recebidos, por exemplo. Possível, até, que o contrato e o conteúdo do website fossem meros ardis para que os recursos fossem captados e desviados para quaisquer outros fins.

17. A verdade é que não podemos nem mesmo assumir que efetivamente algum recurso foi entregue aos Acusados, pois não há comprovantes de transferências bancárias ou documentos de semelhante natureza que demonstrem ter havido transferência de recursos quaisquer a eles. De novo, parece pouco, para se concluir por uma condenação que precisa vencer a presunção de inocência, a existência de um website e uma denúncia apresentada por um terceiro que não estava envolvido no caso.

18. Assim, a verdade é que não há reclamações ou denúncias de investidores que tenham aperfeiçoado a contratação de tais serviços ou operações, nem evidências trazidas pela Acusação de que as indigitadas operações com valores mobiliários sob autorização de terceiros tenham, de fato, ocorrido.

### II.C. EMISSÃO E DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS

19. É indubitoso que o Forex tem por objeto oferecer a investidores a possibilidade de exposição a riscos de exposição em pares distintos de moedas (uma delas, usualmente o dólar americano), com posição comprada em uma e vendida na outra. Assim, assumem a feição

---

<sup>17</sup> É o caso, por exemplo, do (i) PAS CVM nº RJ2006/4778, Relator Diretor Pedro Olivo Marcilio de Souza, j. em 17.10.2006; (ii) PAS CVM nº SEI 19957.000198/2020-11, Relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 29.03.2022; (iii) PAS CVM nº SP2012/480, Relator Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 06.10.2015; (iv) PAS CVM nº 2014/8297, Relator Diretor Pablo Renteria, j. em 08.09.2015; e (v) PAS CVM nº 04/2014, Relator Diretor Pablo Renteria, j. em 26.12.2018. Vale, também, ponderar que o requisito da “entrega de recursos ao administrador” por vezes e relativizado nos precedentes da CVM, como visto, por exemplo, no (i) PAS CVM nº 19957.007344/2019-97, j. em 28.2.2023; ou (ii) PAS CVM nº 19957.015734/2022-36, j. em 22.8.2023.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

econômica - e por consequência, regulatória, à luz do conceito previsto na Lei nº 6.385<sup>18</sup> – de um contrato derivativo, e por isso, considerados sim como valores mobiliários<sup>19</sup>.

20. Em relação à caracterização de uma distribuição pública de valores mobiliários, conforme exigida pelo artigo 19 da Lei nº 6.385<sup>20</sup>, é importante perceber estarmos diante de um tipo que não exige o resultado específico de efetiva colocação dos valores mobiliários a investidores, ou seja, basta para a configuração do tipo que se identifique a conduta de oferecer publicamente tais ativos a terceiros.

21. Significa dizer que, sem depender de um determinado valor mobiliário ter sido efetivamente colocado ou não para investidores, a comprovação da realização de atos de oferta já completa o tipo previsto no dispositivo legal. Aliás, o próprio uso de termos, em particular no § 1º do referido artigo, como os de “promessa” ou “oferta” à venda (e não, necessariamente, a venda em si) para qualificar o tipo demonstram com clareza essa natureza do tipo.

22. Essa sutil distinção é de grande relevância. Pois, ao não exigir da conduta o resultado específico da adesão de quaisquer investidores, é possível caracterizar a infração apenas com a comprovação de que a conduta teve o *animus* de alcançar esse resultado.

23. Ainda antes de adentrar nas particularidades do caso em análise, considero essencial ressaltar que a emissão e distribuição de valores mobiliários, embora sejam atos complementares, podem ser conduzidas de maneira independente por agentes diversos. Tal distinção é claramente evidenciada em operações de emissão e distribuição que atendem a todos os requisitos regulatórios estabelecidos pela CVM. É uma prática comum no mercado que o emissor contrate terceiros para promover a distribuição dos valores mobiliários entre os investidores. No entanto, quando nos

---

<sup>18</sup> Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

...

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;

<sup>19</sup> Nesse sentido, vale a bastante esclarecedora nota da CVM divulgada em 29.9.2022 em seu website. <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/evitando-problemas/principais-fraudes-e-esquemas-irregulares/mercado-forex>. Consulta em 2.2.2024.

<sup>20</sup> Art . 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

§ 1º São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

deparamos com emissões e distribuições irregulares de valores mobiliários, desprovidas de registro ou dispensa pela CVM, é comum que a emissão e distribuição sejam executadas conjuntamente pelo mesmo agente infrator<sup>21</sup>. Não obstante, conforme discutiremos a seguir, no caso presente, observamos a atuação de agentes distintos para cada uma dessas atividades.

24. Assim, nos cabe avaliar com base nas provas que constam nos autos quais foram as atividades efetivamente exercidas pelos Acusados nesse contexto.

25. Primeiramente destaco que os Acusados, por meio do Site da HAFX realizavam publicidade da corretora FBS MARKETS INC (“FBS”), inclusive com link para abertura de conta na corretora<sup>22</sup>, cuja atuação irregular no Brasil, em razão da captação de clientes para realização de operações no denominado mercado Forex levou à publicação do Ato Declaratório 15.440<sup>23</sup>, de 05 de janeiro de 2017. Ainda foi possível verificar que o site disponibilizava vídeo com explicação sobre como abrir uma conta na FBS.

26. O restante do conteúdo do Site parece oferecer uma gama de produtos e serviços que os investidores poderiam contratar junto aos Acusados para auxiliar nas suas operações no mercado Forex por meio da Corretora FBS, conforme evidenciado, por exemplo, pelas seguintes imagens:



**A HAFX APRESENTA UM SISTEMA COMPLETO COM DIVERSAS OPÇÕES**

**SERVIÇO DE SINAIS**  
Analistas pesquisam e buscam oportunidades dentro do gráfico e repassam através do app para quem não tem tempo de estudar e pesquisar tais oportunidades.

**ROBÔ**  
Linhas de programação criadas para seguir ordens, interpretar uma série de regras e executar ações.

**REPETIDOR**  
Script que reflete as entradas de negociação de um profissional nas plataformas conectadas

**CURSO**  
Noções básicas, intermediárias, e avançadas sobre análise gráfica.

<sup>21</sup> Nesse sentido: PAS CVM nº 23/04, Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 28.09.2006;

<sup>22</sup> Doc. SEI 1341653

<sup>23</sup> Doc. SEI 1341627



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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



27. Da análise do conteúdo do Site não é possível encontrar indícios de que os Acusados seriam os responsáveis diretos pela estruturação dos contratos derivativos Forex objeto da acusação. Para realizar negociações com esse tipo de valor mobiliário, os investidores precisavam abrir conta e operar por meio da corretora FBS, a qual, teoricamente, seria então a entidade responsável por essa estruturação.

28. Vale notar, entretanto, que a FBS não consta arrolada como acusada neste processo, e assim, não será dissecada eventual responsabilidade administrativa dessa plataforma à luz da regulamentação da CVM.

29. Por outro lado, entendo que a Acusação encontrou evidências suficientes que permitem concluir que os Acusados praticaram a distribuição de valores mobiliários prevista na Lei nº 6.385/1976 dependente de uma prévia autorização da CVM que não foi obtida no caso, como exigido no art. 16, inciso I.

30. O citado dispositivo dispõe que depende de prévia autorização da CVM o exercício da atividade de “distribuição de emissão no mercado”, acrescentando uma referência expressa ao art. 15, inciso I, que lista as instituições que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários ou seja, as autorizadas a distribuir emissões públicas de valores mobiliários.

31. Foi constatado que o site dos Acusados, conforme destacado pela Acusação, era empregado para captar investidores residentes no Brasil a fim de abrir contas na corretora estrangeira FBS, uma entidade não autorizada a operar no mercado brasileiro, razão pela qual



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

entendo configuradas a autoria e materialidade das irregularidades apontadas pela Acusação em relação à distribuição irregular de valores mobiliários.

32. Veja-se, inclusive, que ao acessar o website da FBS por meio do link oferecido pelos Acusados, fica evidente que o acesso ao website dessa plataforma Forex conta com identificação da origem do acesso (ou seja, a marcação de que o acesso à plataforma se originou do website dos acusados), uma prática usual para viabilizar que os distribuidores sejam remunerados pela oferta realizada. É o que se se extrai abaixo:



33. Não custa relembrar, nesse contexto, o que já esclareceu a própria CVM em seu Parecer de Orientação CM nº 32. Seguem, como de estilo, alguns trechos de maior relevância daquele Parecer ao caso aqui tratado:

### *1. Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários e Internet.*

*O uso da Internet como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários caracteriza tal oferta, via de regra, como pública, nos termos do inciso III do § 3º do art. 19 da Lei nº 6.385/76, uma vez que a Internet permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio. Esse entendimento já consta, inclusive, do art. 3º, IV, da Instrução 400/05.*

*Dessa forma, salvo se medidas preventivas forem tomadas, ou situações especiais forem verificadas, faz-se necessário o prévio registro de tais ofertas perante a Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do caput do artigo 19 da Lei nº 6.385/76.*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

*Dentre as medidas preventivas e as situações especiais que podem ser levadas em consideração para a descaracterização da oferta de distribuição de valores mobiliários feita por intermédio da Internet como pública estão as seguintes:*

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

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

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

*Não é necessária a coexistência de todos os fatores elencados acima para descaracterizar como pública a oferta de valores mobiliários realizada por intermédio da Internet. Outros fatores, que não os mencionados expressamente acima, podem ser necessários para que se considere a oferta como pública.*

*A Comissão de Valores Mobiliários apurará a configuração como pública da oferta de valores mobiliários feita por intermédio da Internet, a partir da análise do caso concreto.*

### 2. Exercício de Atividade Sujeita à Autorização da Comissão de Valores Mobiliários e Internet.

*Na mesma linha, o uso da Internet para mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários, distribuição de emissões no mercado ou para o exercício da atividade de aquisição de valores mobiliários para revendê-los por conta própria (incisos I a III do art. 16 da Lei 6.385/76) depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários para o exercício da atividade.*

34. Nesse sentido, veja-se, inclusive, que não se encontram presentes no caso nenhuma das medidas mitigadoras previstas no Parecer (medidas de natureza negativa, como a contenção de acesso do público ou da divulgação de seu caráter público; ou de natureza positiva, como *disclaimers* no conteúdo do website que esclareçam não se destinarem ao público), ou mesmo quaisquer outras, que permitissem afastar a aplicação da regra geral de prévia autorização da distribuição pública desses derivativos pela CVM.

### III. CONCLUSÃO

35. Pelo exposto voto:

(i) pela absolvição dos Acusados com relação à imputação das infrações ao disposto no art. 19 da Lei nº 6.385/1976 e no art. 2º da Instrução CVM nº 558, c/c art. 23 da Lei nº 6.385/1976; e



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

(ii) pela condenação por violação ao disposto no art. 16, I, da Lei 6.385/76.

### IV. DOSIMETRIA

36. Passo, assim, à dosimetria da pena.

37. Deve ser pontuado que os fatos objeto deste PAS ocorreram após a entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976, de forma que os valores máximos das penas previstos na lei são aplicáveis ao caso, seguindo os parâmetros trazidos pela ICVM nº 607/2019, conforme atualmente dispostos na RCVN nº 45/2021.

38. De todo modo, na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como os motivos que justifiquem sua imposição. Em cada caso, cabe, portanto, avaliar a gravidade do ilícito e as condutas, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes à luz da legislação de regência da matéria.

39. Diante dessas considerações, julgo mais adequado, neste contexto, a aplicação de multa pecuniária, respaldada no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, em conformidade com precedentes<sup>24</sup> de casos relacionados à distribuição irregular de valores mobiliários decididos pelo Colegiado da CVM.

40. A Lei nº 6.385/1976 autoriza, quando possível, que a penalidade aplicada leve em consideração o montante da emissão ou operação irregular, bem como a vantagem econômica auferida, conforme disposto nos incisos II e III do § 1º do art. 11, prática esta corroborada por diversos precedentes do Colegiado<sup>25</sup>. No entanto, no presente caso, não é possível tomar tais

---

<sup>24</sup> Confira-se, por exemplo: (i) PAS CVM nº 09/05, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, julgado em 03.10.2006; (ii) PAS CVM nº 23/04, Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 28.09.2006; (iii) PAS CVM nº 19957.000238/2019-82, Presidente Relator Marcelo Barbosa, julgado em 08.12.2020; (iv) PAS CVM nº RJ2011/940, Diretora Relatora Luciana Dias, julgado em 10.07.2012; (v) PAS CVM nº. 22/2010, Diretora Relatora Ana Novaes, julgado em 21.10.2014;

<sup>25</sup> A esse respeito, veja-se: PAS CVM nº. 09/05, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, julgado em 03.10.2006; (ii) PAS CVM nº RJ2005/1160, Diretor Relator Marcelo Trindade, julgado em 12.12.2006; (iii) PAS CVM nº 22/2010, Diretora Relatora Ana Novaes, julgado em 21.10.2014; (iv) PAS CVM nº RJ2017/0038, Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, julgado em 08.09.2020; (v) PAS CVM nº 19957.011633/2017-29, Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, julgado em 15.12.2020; (vi) PAS CVM nº 19957.010438/2017-81, Diretor Relator Alexandre Rangel, julgado em 17.08.2021.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

valores por referência porque não consta nos autos do PAS qualquer indicação de qual seria o valor total da distribuição ou da vantagem econômica obtida pelos Acusados<sup>26</sup>.

41. Levando em consideração os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, as circunstâncias do caso concreto e tendo em vista a natureza disciplinar da multa, com o intuito de evitar que eventos semelhantes se repitam, seja por parte dos Acusados ou por outros agentes do mercado, e em linha com precedentes<sup>27</sup> deste Colegiado, proponho a fixação da pena-base em R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) para HSFX e em R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais) para Humberto Alexandre Figueiredo.

42. Ausentes circunstâncias agravantes, considero como atenuante os bons antecedentes dos Acusados, em linha com o disposto no art. 66 da Resolução CVM nº 45/2021, e por isso adoto o percentual de redução de 15% com relação a tal atenuante, que atinge o montante de R\$ 75.000,00 (setenta e cinco mil reais) para HSFX e R\$ 37.500,00 (trinta e sete mil e quinhentos reais) para Humberto Alexandre Figueiredo.

## V. PENALIDADES

43. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/1976, voto pela condenação de HSFX Trader Eireli e Humberto Alexandre de Figueiredo à penalidade de multa pecuniária no valor de **R\$ 425.000,00 (quatrocentos e vinte e cinco mil reais) e R\$ 212.500,00 (duzentos e doze mil e quinhentos reais)**, respectivamente, por violação ao disposto no art. 16,

---

<sup>26</sup> Nos casos em que é possível extrair dos autos o montante líquido e certo irregularmente captado e/ou distribuído, o Colegiado tem adequadamente utilizado como parâmetro para a fixação da pena-base, um percentual (20%) do valor envolvido na operação irregular. Por exemplo, confira-se: (i) manifestação de voto do Diretor Gustavo Gonzalez no âmbito do PAS CVM 19957.006343/2017-63, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 26/02/2019; (ii) PAS CVM 19957.008401/2016-11, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 08/09/2020; (iii) PAS CVM 19957.011633/2017-29, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, julgado em 15/12/2020; (iv) PAS CVM 19957.010438/2017-81, Dir. Rel. Alexandre Costa Rangel, j. em 17/08/2021; e (v) PAS CVM 19957.007433/2020-77, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 04/04/2023.

<sup>27</sup> Cita-se, por exemplo, o PAS CVM nº 19957.000238/2019-82, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 08/12/2020, que tratou de oferta de oportunidades de investimento no mercado forex feita por entidade não integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários brasileiro, tendo o Colegiado aplicado, por unanimidade, multa pecuniária de R\$1.500.000,00 pela distribuição irregular de valores mobiliários, sem autorização da CVM, em infração ao disposto no art. 16, I, da Lei nº 6.385/76. Contudo, no presente caso, entendo que se impõe a fixação da pena-base em patamar inferior em relação ao precedente citado, tendo em vista a menor gravidade em concreto da conduta e a ausência de danos sistêmicos graves deste episódio no mercado de capitais.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

I, da Lei 6.385/76.

44. Proponho, ainda, que o resultado deste julgamento seja comunicado ao Ministério Público Federal no Estado do Rio de Janeiro, nos termos da Lei Complementar no 105/2001, em complemento ao Ofício nº 101/2021/CVM/SGE<sup>28</sup>, para as providências que entender cabíveis no âmbito de sua competência.

Rio de Janeiro, 05 de março de 2024.

Daniel Maeda  
Diretor Relator

---

<sup>28</sup> Doc. SEI 1341729