



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005810/2024-67

Reg. Col. 3535/26

Acusados: Neo In Construções e Incorporações Ltda. e Anderson Alves de Macedo

Assunto: Apurar infração ao art. 19 da Lei nº 6.385/1976 e aos arts. 2º e 4º da Instrução CVM nº 400/2003, pela realização de oferta pública de valores mobiliários sem a obtenção de registro necessário ou a sua dispensa junto à CVM.

Relator: Diretor Igor Muniz

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho as conclusões do Relator e, pelas razões expostas em seu voto, também voto pela condenação dos acusados. Gostaria, contudo, de fazer algumas breves considerações a respeito do principal argumento apresentado pelas defesas, segundo o qual as operações objeto deste processo não poderiam ser enquadradas como contratos de investimento coletivo e, conseqüentemente, como valores mobiliários sujeitos ao regime de ofertas públicas da CVM, por terem sido estruturadas sob a forma de sociedades em conta de participação (“SCP”).
2. A análise dessa questão deve partir do art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976, que inclui no conceito de valor mobiliário, quando ofertados publicamente, “quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”¹.
3. A partir dessa construção, a caracterização de um investimento como valor mobiliário não depende da adoção de uma forma jurídica predeterminada, mas da verificação de determinadas características econômicas da operação. Trata-se de conceito de natureza

¹ A definição foi importada da experiência norte-americana, especialmente a decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos no caso SEC v. W. J. Howey Co., de 1946, que deu origem ao chamado Howey Test.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

instrumental, destinado justamente a delimitar o âmbito de incidência do regime de valores mobiliários sobre operações que podem assumir formatos jurídicos diversos².

4. Assim, diferentemente de outras espécies de valores mobiliários expressamente tipificadas pela legislação, o inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/1976 não define uma forma contratual específica. Ao contrário, adota uma formulação suficientemente ampla para alcançar diferentes estruturas jurídicas, desde que, consideradas as características concretas da operação, estejam presentes os elementos que justificam sua submissão ao regime do mercado de capitais.

5. Por essa razão, a análise realizada pela CVM não se limita à denominação atribuída pelas partes ao instrumento utilizado para formalizar o investimento. O que importa é verificar, a partir da substância econômica da operação, se estão presentes os elementos que caracterizam um contrato de investimento coletivo³. Em outras palavras, a forma jurídica atribuída ao instrumento ou ao conjunto de instrumentos adotados não é, por si só, determinante para a análise, que deve considerar as características econômicas da operação⁴.

6. Dessa forma, é plenamente possível que uma SCP, devidamente constituída e plenamente lícita, seja utilizada como instrumento jurídico para estruturar uma operação que, em razão de suas características econômicas e de sua oferta ao público, também se enquadre no conceito de contrato de investimento coletivo previsto no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976. Como bem apontado pelo Relator, não estamos diante de conceitos incompatíveis entre si.

7. A jurisprudência desta autarquia, inclusive, é rica em precedentes nos quais se reconheceu que sociedades em conta de participação podem ser utilizadas para instrumentalizar contratos de investimento coletivo, desde que preenchidos os requisitos legais⁵. Esses precedentes inserem-se em uma jurisprudência ainda mais ampla do Colegiado,

² PAS CVM nº 19957.003406/2019-91, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 27/10/2020.

³ São eles, conforme entendimento consolidado deste Colegiado: (i) investimento; (ii) formalização; (iii) caráter coletivo do investimento; (iv) expectativa de benefício econômico; (v) esforço de empreendedor ou de terceiros; e (vi) oferta pública.

⁴ PAS CVM nº 19957.006440/2021-32, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 13/08/2024; e PAS CVM nº 19957.007994/2018-51, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 09/06/2020.

⁵ Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 19957.007114/2022-23, Dir. Rel. Daniel Maeda, j. em 15/10/2024; (ii) PAS CVM nº 19957.006440/2021-32, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 13/08/2024; (iii) PAS CVM nº 19957.010829/2022-63, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 05/09/2023; (iv) PAS CVM nº



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

que evidencia que a caracterização de um contrato de investimento coletivo não está condicionada a determinado setor de atividade ou forma jurídica adotada para sua estruturação⁶.

8. Feitas essas considerações, passo ao caso concreto.

9. No presente caso, o modelo de negócios da Neo In Construções e Incorporações Ltda. (“Neo In”) consistia na captação de recursos de investidores para a realização de empreendimentos imobiliários, mediante a celebração de contratos de adesão e participação em SCP. Os investidores aportavam recursos no empreendimento e, em contrapartida, faziam jus à participação nos resultados do projeto, cuja apuração estava diretamente vinculada ao valor das unidades imobiliárias comercializadas⁷.

10. Assim, enquanto aos investidores cabia essencialmente o aporte dos recursos, a Neo In assumia a condução do empreendimento, incluindo o planejamento, a comercialização e o marketing, a administração dos recebíveis, a contratação de prestadores de serviços e a execução e fiscalização da construção⁸. Dessa forma, o retorno esperado pelo investidor estava relacionado ao sucesso do empreendimento e dependia da atuação da Neo In na sua estruturação, desenvolvimento e comercialização. A própria forma de cálculo dos resultados, baseada no valor das unidades vendidas, reforça essa vinculação entre o investimento realizado e o desempenho do projeto.

11. Por fim, as divulgações utilizadas para apresentar a oportunidade ao público, conforme exposto no voto do Relator, demonstram que essa estrutura não se destinava apenas à

19957.006332/2019-45, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 22/12/2022; (v) PAS CVM nº 19957.000238/2019-82, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 08/12/2020; (vi) PAS CVM nº 19957.010628/2019-61, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01/09/2020; (vii) PAS CVM nº 19957.007994/2018-51, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 09/06/2020; (viii) PAS CVM nº 19957.008274/2018-11, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 09/06/2020; (ix) PAS CVM nº 19957.006343/2017-63, Dir. Rel. Carlos Sobrinho, j. em 26/02/2019; e (x) PAS CVM nº RJ2006/3364, Dir. Rel. Marcelo Trindade, j. em 16/05/2007.

⁶ Como observou o Diretor Gustavo Gonzalez, o Colegiado já se deparou com estruturas envolvendo, entre outros, criação de gado, criação de avestruzes, empreendimentos condo-hoteleiros, frações de tempo em empreendimentos imobiliários, vagas de garagem, participação em direitos de jogadores de futebol e modelos de eco-empresendedorismo (PAS CVM nº 19957.003406/2019-91, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 27/10/2020).

⁷ Cf. Cláusula 5.5. do “Instrumento Particular de Constituição de Sociedade em Conta de Participação SCP [Neo Style Mooca]” (doc. nº 2334242, p. 68).

⁸ Cf. Cláusula 4 do “Instrumento Particular de Constituição de Sociedade em Conta de Participação SCP [Neo Style Mooca]” (doc. nº 2334242, p. 65).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

organização interna de um empreendimento entre partes determinadas, mas era oferecida publicamente como oportunidade de investimento.

12. A meu ver, portanto, as características concretas da operação, o aporte de recursos pelos investidores, a expectativa de participação nos resultados do empreendimento, a atuação da Neo In na condução do negócio e a divulgação pública da oportunidade evidenciam que a operação configura contrato de investimento coletivo, nos termos do art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976, independentemente da forma jurídica adotada para sua estruturação.

Rio de Janeiro, 29 de setembro de 2026.

Marina Copola

Diretora