

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 38

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2026

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), Antônio José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bom (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) - Coordenadores. Daniela da Costa Fernandes (Mestrado em Andamento, UERJ, Brasil) Guilherme Vinseiro Martins (Doutor, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Mestre, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutor, UERJ, Brasil), e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARECERISTAS DESTES NÚMEROS: Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Karlo Fonseca Tinoco (Doutor, Université de Strasbourg, França), Erika Ferraz (Mestre, USP, Brasil), Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, IFRJ, Brasil), Tatiana Alves (Doutora, UERJ, Brasil), Felipe Albuquerque (Doutor, UERJ, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Thalita Almeida (Doutora, UERJ, Brasil), Vitor Willcox (Doutor, UERJ, Brasil), Vitoria Neffa (Mestre, USP, Brasil), Carolina Uzeda (Doutora, UFBA, Brasil) e Gisele Welsch (Doutora, IDP-PR, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 38 (janeiro/junho 2026)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

CAPTAÇÃO DE RECURSOS POR MEIO DE SOCIEDADES EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO (SCPS): ANÁLISE A PARTIR DE CASOS JULGADOS PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS¹

FUNDRAISING THROUGH SILENT PARTNERSHIPS (SCPS): AN ANALYSIS BASED ON CASES ADJUDICATED BY THE BRAZILIAN SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

*Fernanda Versiani**

Resumo: O presente artigo examina a utilização de sociedades em conta de participação (SCPs) como instrumento de captação de recursos no Brasil e sua proximidade com os contratos de investimento coletivo (CICs), à luz da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários. A partir dos contornos teóricos de SCPs e CICs, o artigo analisa os casos GPX, Objetiva, Serra Dourada, Apoema e Nobile, para sistematizar os critérios que a Autarquia tem empregado para requalificar determinadas SCPs como CICs sujeitos à sua regulação. Com base nessa análise, o artigo identifica as “zonas de risco” e potenciais “*safe harbors*”, apontando limites que ampliam ou reduzem a probabilidade de incidência do regime aplicável às ofertas públicas de valores mobiliários. Dessa forma, a pesquisa contribui para a maior segurança e previsibilidade regulatória de operações envolvendo SCPs.

Palavras-chave: Sociedade em conta de participação. Captação de recursos. Comissão de Valores Mobiliários. Contrato de investimento coletivo.

¹ Artigo recebido em: 30.03.2026 e aceito em: 23.05.2026.

O presente artigo decorre da palestra “Captação de recursos por meio de Sociedades em Conta de Participação (SCPs)”, apresentada no painel “Sociedade em Conta de Participação: Questões Controvertidas”, durante o XIII Congresso Brasileiro de Direito Comercial, em 2025.

* Professora da Universidade Federal de Minas Gerais. Doutora e Mestre em Direito Empresarial pela Universidade Federal de Minas Gerais. E-mail: fernanda.versiani@gmail.com.

Abstract: This article examines the use of silent partnerships as an instrument for fundraising in Brazil and its proximity to collective investment contracts (CICs), considering the case law of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). Building on the theoretical outlines of silent partnerships and CICs, the article analyzes the cases of GPX, Objetiva, Serra Dourada, Apoema, and Nobile, to systematize the criteria employed by the CVM to requalify certain silent partnerships as CICs subject to its regulations. Based on this analysis, the article identifies “risk zones” and potential “safe harbors,” highlighting the boundaries that increase or reduce the likelihood of triggering the legal regime applicable to public offerings of securities. In doing so, the research contributes to greater legal certainty and regulatory predictability in operations involving SCPs.

Keywords: Silent partnership. Fundraising. Securities and Exchange Commission. Collective investment contract.

Sumário: Introdução. 1. As vantagens da captação de recursos por meio das sociedades em conta de participação. 2. Quando uma sociedade em conta de participação se torna um contrato de investimento coletivo? 2.1. Caso GPX. 2.2. Caso Objetiva. 2.3. Caso Apoema. 2.4. Caso Nobile. 2.5. Caso Serra Dourada. 3. Critérios para caracterização de CIC. 4. Zonas de risco e safe harbors. 5. Implicações práticas para estruturação de SCPS. Considerações finais. Anexo.

Introdução.

A simplicidade formal, a flexibilidade contratual e a confidencialidade da sociedade em conta de participação (SCP) fazem dela uma estrutura particularmente atraente para operações privadas de investimento.² No entanto, a utilização da SCP como veículo de cap-

2 Há diversas hipóteses de utilização da SCP, em diferentes setores econômicos, como construção civil, *pool* hoteleiro, aquisição de máquinas e equipamentos, agronegócio, capital de risco, comércio, *cross investment*, associação entre sociedade de advogados e advogado, associação à quota, licitações, recuperação judicial ou falência, contrato de investimento coletivo e *equity crowdfunding*. Cf. SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. *Sociedade em conta de participação*. 2. ed. São Paulo: Almedina Brasil, 2023. p. 618-631.

tação de recursos pode, em determinadas circunstâncias, aproximar-se dos contornos jurídicos de um contrato de investimento coletivo (CIC), o qual atrai a incidência da regulação do mercado de capitais, sobretudo quando a utilização da SCP ultrapassa os limites da autonomia contratual e assume características atribuídas pela Lei 6.385/1976 aos CICs, sujeitos à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).³

Com o intuito de compreender os contornos e limites regulatórios dessa utilização da SCP como mecanismo de captação, foi realizada uma pesquisa no site da CVM,⁴ na seção de “processos sancionadores julgados”, utilizando-se a palavra-chave “SCP”, com filtro de “expressão exata” e data fim em 31/12/2025. O levantamento resultou em 27 processos administrativos sancionadores (PAS), dos quais foram selecionados para análise mais detalhada aqueles cujo julgamento ocorreu no ano de 2024.⁵ A escolha por decisões recentes visou refletir a interpretação mais atualizada da Autarquia sobre a matéria e permitir a identificação de padrões decisórios, critérios normativos aplicáveis e eventuais zonas de ambiguidade.

Com base nesse levantamento empírico, o artigo estrutura-se em cinco seções, além desta introdução e das considerações finais. Inicialmente, apresenta as vantagens e as características estruturais da SCP que a tornam potencialmente atrativa como instrumento de captação. Em seguida, examina os pressupostos legais para a requalificação de uma SCP como CIC, conforme o artigo 2º, inciso IX, da Lei

3 BRASIL. *Lei nº 6.385*, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 14 ago. 2025.

4 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processos Sancionadores Julgados*. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador.html>. Acesso em: 05 ago. 2025.

5 O Anexo apresenta todos os PAS localizados conforme o critério de busca estabelecido para tal. Foi identificado apenas um PAS julgado em 2025. Contudo, a matéria analisada não guardou relação com o tema deste artigo, razão pela qual todos os processos considerados referem-se ao ano de 2024.

6.385/1976. A partir dessa base teórica, são analisados os casos julgados pela CVM em 2024 (GPX, Objetiva, Serra Dourada, Apoema e Nobile), com o objetivo de ilustrar como a Autarquia tem aplicado os critérios de caracterização de valores mobiliários em contextos concretos. A análise desses precedentes permitiu sistematizar os principais fatores observados pela CVM, tais como a existência de promessa de rentabilidade, a centralização da gestão no sócio ostensivo, o uso de publicidade massificada e a ausência de relação prévia entre os investidores e os proponentes da operação. Na sequência, o estudo identifica as chamadas “zonas de risco”, nas quais a estrutura contratual da SCP tende a ser desvirtuada para fins de captação pública, bem como os “*safe harbors*” reconhecidos pela própria CVM, ou seja, parâmetros que, quando observados, afastam a incidência da regulação do mercado de capitais. Com base nessas observações, são apresentadas recomendações práticas para a estruturação de SCPs legítimas, juridicamente seguras e compatíveis com os limites da legislação vigente. Ao final, o artigo oferece uma reflexão sobre o papel da CVM na proteção do investidor e na preservação da integridade do mercado, sem prejuízo da liberdade contratual e da inovação jurídica nos negócios privados.

1. As vantagens da captação de recursos por meio das sociedades em conta de participação.

A SCP, disciplinada pelos artigos 991 a 996 do Código Civil brasileiro (CC), configura-se como uma sociedade desprovida de personalidade jurídica própria, estruturada a partir da relação entre um sócio ostensivo, que atua em nome próprio, e um ou mais sócios participantes, que contribuem com recursos e compartilham os resultados da atividade desenvolvida. Embora a SCP não tenha sido concebida como instrumento de captação de investimentos, certas características intrínsecas ao seu regime jurídico a tornam, em determinadas circunstâncias, um mecanismo atrativo para a mobilização de recursos financeiros, sobretudo em operações privadas e de escopo restrito.

Entre as principais vantagens da SCP nesse contexto, destaca-se sua menor burocracia formal⁶. Isso porque a ausência de exigência de registro na Junta Comercial confere simplicidade à sua constituição e operação. Esse atributo a diferencia das sociedades empresárias personificadas⁷ e pode representar economia de tempo e custos operacionais, especialmente em estruturas destinadas a projetos específicos, de duração limitada ou com baixo nível de exposição pública.

Outro aspecto relevante é a flexibilidade contratual que caracteriza a SCP. O contrato social pode ser estruturado com ampla liberdade pelas partes, respeitados os limites legais e os princípios da boa-fé e da função social do contrato. Tal flexibilidade permite a adaptação da SCP a modelos de negócios variados, acomodando os interesses de investidores que desejam aportar recursos sem se envolver diretamente na gestão, ao lado de empreendedores que preferem manter o controle operacional das atividades.

A SCP proporciona, ainda, uma divisão clara de riscos e resultados entre os sócios. O sócio ostensivo assume os encargos da gestão e os riscos decorrentes da atuação externa, enquanto os sócios participantes limitam sua responsabilidade à integralização do capital pactuado⁸

Parágrafo único. Obriga-se perante terceiro tão-somente o sócio ostensivo; e, exclusivamente perante este, o sócio participante, nos termos do contrato social. Esse arranjo pode favorecer o alinhamento de interesses entre os agentes envolvidos, estimulando a cooperação e o compartilhamento de ganhos, sem comprometer, do ponto de vista jurídico, o patrimônio pessoal dos sócios participantes, o que é especialmente valorizado por investidores que buscam segurança patrimonial.

6 Art. 992, do CC. A constituição da sociedade em conta de participação independe de qualquer formalidade e pode provar-se por todos os meios de direito.

7 Destaca-se que o registro do ato constitutivo da SCP não confere a ela personalidade jurídica (Art. 993, do CC. O contrato social produz efeito somente entre os sócios, e a eventual inscrição de seu instrumento em qualquer registro não confere personalidade jurídica à sociedade).

8 Art. 991, do CC. Na sociedade em conta de participação, a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade, participando os demais dos resultados correspondentes.

Ademais, a SCP confere discrição às operações, uma vez que a figura do sócio participante permanece oculta perante terceiros. Essa invisibilidade pode ser estratégica em situações que exigem confidencialidade comercial ou proteção de informações sensíveis, como no caso de investimentos em mercados altamente competitivos, reestruturações societárias ou parcerias que demandam reserva quanto à composição dos aportes.

Todas essas características — agilidade, liberdade contratual, partilha de riscos e confidencialidade — fazem da SCP um instrumento funcional para a estruturação de negócios que dependem de capital de terceiros, sem recorrer às formas tradicionais de financiamento ou à constituição de sociedades com maior rigidez formal. No entanto, justamente por essas qualidades, a SCP pode ser indevidamente empregada para simular estruturas de investimento coletivo ou mascarar operações que, na prática, equivalem à oferta pública de valores mobiliários, o que atrai a necessidade de vigilância por parte dos órgãos reguladores, em especial da CVM.

Assim, embora a SCP não seja concebida legalmente como veículo de captação de recursos, a SCP, quando utilizada de forma diligente e dentro dos limites legais, pode constituir uma alternativa legítima e eficiente de estruturação de investimentos privados, particularmente em ambientes que favorecem a customização contratual e a gestão centralizada das atividades. A análise de casos concretos julgados pela CVM permitirá compreender os contornos dessa utilização e os limites entre a inovação contratual legítima e a configuração de operações irregulares.

2. Quando uma sociedade em conta de participação se torna um contrato de investimento coletivo?

Embora a SCP seja, em regra, um contrato privado regido pelo Código Civil,⁹ sua utilização em determinados arranjos de captação

9 É digna de nota a discussão doutrinária acerca da natureza jurídica da SCP. Embora a SCP

de recursos pode acarretar a requalificação jurídica da estrutura como um CIC, sujeito à regulamentação do mercado de capitais e à supervisão da CVM. Esse fenômeno ocorre quando os elementos fáticos e econômicos da operação se amoldam à definição de valor mobiliário prevista no inciso IX do artigo 2º da Lei 6.385/1976. Nos termos da referida norma, considera-se valor mobiliário “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”, quando ofertados publicamente.

Essa definição contempla quatro elementos essenciais: (i) o aporte de recursos por investidores; (ii) a expectativa de remuneração, lucro ou ganho; (iii) a dependência do esforço de terceiros (gestores ou administradores) para a geração do retorno; e (iv) a independência quanto à forma contratual ou à denominação jurídica uti-

figure no título “Da sociedade”, do Código Civil, há autores que rejeitam sua natureza societária, atribuindo ao instituto natureza contratual. É o caso, por exemplo, de Fábio Ulhoa Coelho, para quem as peculiaridades da SCP indicam ser mais apropriada a classificação como “uma espécie de contrato de investimento, chamado pela lei de ‘sociedade’; e não como um tipo societário” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de Direito Comercial*. 34 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2024. p. 166). No mesmo sentido, discorre Tulio Ascarelli: “A chamada sociedade ou associação em conta de participação constitui um contrato bilateral; de permuta ou escambo no amplo significado deste termo, adotado nestas páginas; dominus do negócio é, sempre, e necessariamente, o associante, que, somente ele, assume obrigações e adquire direitos para com os terceiros, ao passo que os associados são responsáveis somente perante o associante e têm direitos somente perante ele; não se cria uma nova organização, nem externa - essa é a diferença invocada com maior frequência -, nem interna; até quando o associante admite mais pessoas a participar dos seus negócios, isso tem lugar através de outros tantos contratos bilaterais distintos. Na sociedade, ao contrário, achamo-nos em presença de uma nova organização: nenhum dos sócios pode dizer-se, juridicamente, dominus do negócio; se a organização entra em relações com terceiros, é a todos os sócios, coletivamente, que se referem tais relações; se isso não acontece, as relações com terceiros são, individualmente, assumidas por cada sócio por sua conta” (ASCARELLI, Tulio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Quorum, 2008. p. 434-435). No entanto, conforme apontam Luis Felipe Spinelli e João Pedro Scalzilli, a posição majoritária defende a natureza societária da SCP (PITTA, André Grünspon; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Direito Societário e outros Temas de Direito Empresarial Aplicado*. São Paulo: Quartier Latin, 2021).

lizada¹⁰. Dessa forma, ainda que formalmente constituída como SCP, uma estrutura poderá ser considerada um CIC (e, portanto, um valor mobiliário) sempre que esses requisitos forem preenchidos.

Observar o preenchimento desses requisitos é importante, pois a configuração de um CIC atrai a incidência do regime protetivo da legislação do mercado de capitais, o que impõe obrigações específicas aos responsáveis pela oferta, como o registro perante a CVM ou o enquadramento em hipóteses de dispensa, nos termos da Lei 6.385/1976 e das resoluções aplicáveis. Todavia, essa análise nem sempre é realizada de modo simples, como é possível observar nos casos concretos julgados pela CVM.

Assim, este artigo propõe um estudo sistemático das decisões proferidas pela CVM em 2024, com o objetivo de identificar os elementos que têm levado à caracterização de determinadas SCPs como valores mobiliários, nos termos do art. 2º, inciso IX, da Lei 6.385/1976. A partir dessa investigação, busca-se compreender como a Autarquia tem interpretado e aplicado a legislação vigente, especialmente no que tange à identificação dos elementos característicos de um CIC, à prevalência do conteúdo econômico sobre a forma contratual e às consequências regulatórias decorrentes dessa requalificação.

Observa-se que a jurisprudência da CVM tem reiteradamente reconhecido essa possibilidade de superação da forma contratual escolhida pelas partes sempre que o conteúdo econômico da operação evidencie uma relação típica de captação pública de poupança popular com expectativa de retorno. Em tais hipóteses, a Autarquia tem imposto sanções administrativas significativas, como multas, ordens de cessação de oferta, inabilitação de administradores e até comunicação ao Ministério Público para apuração de eventuais crimes contra a economia popular ou contra o sistema financeiro nacional.¹¹

10 MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. v. 1, t. 1, São Paulo: FGV Editora, 2015.

11 Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo CVM RJ2007/11.593*, data do julga-

Portanto, como se verá a seguir, a mera adoção da forma SCP não afasta, por si só, o enquadramento como CIC, sendo imprescindível que os agentes envolvidos avaliem o modelo de negócio à luz da regulação da CVM. A análise dos casos permitirá mapear os contornos dessa atuação fiscalizatória e os critérios utilizados pela Autarquia para distinguir usos legítimos da SCP de práticas que configuram ofertas públicas de valores mobiliários sem a devida observância das exigências legais.

2.1. Caso GPX (PAS CVM 19957.007114/2022-23).

A atuação da CVM no caso envolvendo a empresa GPX Participações Ltda. (GPX) oferece um exemplo paradigmático da requalificação de uma SCP como CIC. Trata-se do PAS CVM 19957.007114/202223, julgado em 2024, que envolveu a captação de recursos junto ao público por meio de uma estrutura formalmente descrita como SCP, mas cuja essência contratual e econômica foi considerada típica de um valor mobiliário.¹²

mento 15/01/2008, Rel. Diretor Marcos Barbosa Pinto. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5730-0.pdf>. Acesso em: 18 ago. 2025; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.007994/2018-51*, data do julgamento: 09/06/2020, Rel. Diretor Relator Gustavo Gonzalez. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2020/20200609-PAS-19957.007994_2018_51.html. Acesso em: 18 ago. 2025; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.008445/2016-32*, data do julgamento: 18/02/2020, Rel. Diretora Relatora Flávia Perlingeiro. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2020/20200218_PAS_CVM_19957_0_08445_2016_32_voto_diretora_flavia_perlingeiro.pdf-2dd27ccd36f2499d9f34048b72924e13. Acesso em: 18 ago. 2025; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.003593/2018-22*, data do julgamento: 29/01/2019, Rel. Diretor Relator Henrique Machado. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2019/20190129_PAS_CVM_SEI_19957003593_2018_22_voto_diretor_henrique_machado.pdf-15ac01b954ed428cafd98b24fb017ec. Acesso em: 18 ago. 2025.

12 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM*

A investigação teve início a partir da denúncia de um investidor que alegava ter realizado aportes em um “fundo” administrado pela GPX e enfrentado dificuldades no resgate de seus recursos. A oferta envolvia a participação em um empreendimento imobiliário denominado “Park Life”, localizado em Limeira/SP. A GPX figurava como sócia ostensiva de uma SCP criada para a captação de recursos que seriam utilizados no referido projeto. No total, a operação arrecadou aproximadamente R\$ 3.250.000,00, com promessa de retorno atrelado ao lucro líquido do empreendimento (5%) ou, alternativamente, à correção monetária de 9% ao ano, independentemente do resultado econômico do negócio.

Segundo apurado no PAS, o modelo de captação adotado apresentava claros elementos de padronização e publicidade. A oferta era amplamente divulgada no site institucional da GPX e contava com intermediação por agente autônomo de investimentos, o que ampliava seu alcance e tornava evidente sua natureza pública. Apesar de a empresa alegar que se tratava de uma captação restrita, voltada a um círculo fechado de investidores (*family & friends*), os fatos demonstraram que havia oferta dirigida ao público em geral, inclusive por meio de canais digitais e recomendação profissional.

A CVM entendeu que a estrutura se enquadrava nos parâmetros do artigo 2º, inciso IX, da Lei 6.385/1976, caracterizando um CIC. O voto do Diretor Relator, Daniel Maeda, destacou que estavam presentes os quatro elementos caracterizadores de um CIC: (i) a existência de aporte de recursos por investidores; (ii) a expectativa de remuneração futura, seja por participação nos lucros, seja por correção monetária; (iii) a centralidade do esforço de terceiros — no caso, a própria GPX — para a geração dos resultados; e (iv) a irrelevância da

19957.007114/2022-23, data do julgamento: 15/10/2024, Rel. Diretor Daniel Maeda Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/ane-xos/2024/SEI_19957007114_2022_23.pdf. Acesso em: 05 ago. 2025.

forma contratual adotada, já que a SCP era utilizada apenas como invólucro jurídico para viabilizar a operação de captação.

Além disso, a CVM constatou que a oferta foi realizada sem registro e fora das hipóteses de dispensa previstas na regulamentação vigente. A Autarquia considerou que a prática constituía infração grave à legislação do mercado de capitais, especialmente em razão do caráter massivo da divulgação e da falsa aparência de legalidade conferida pela roupagem societária.

Como consequência, a CVM aplicou sanções relevantes aos responsáveis. A GPX foi multada em R\$ 552.500,00, valor proporcional à gravidade da conduta e à extensão dos danos potenciais aos investidores. O administrador da empresa, Pedro Eduardo Ramiro Lopes, também foi responsabilizado e sancionado. Ainda, a CVM rejeitou a proposta de termo de compromisso apresentada pelos acusados, por considerá-la incapaz de reparar os prejuízos e de eliminar as irregularidades apontadas. O caso foi ainda encaminhado ao Ministério Público, diante da possível caracterização de crimes previstos na Lei 7.492/1986, especialmente a oferta pública irregular de valores mobiliários.

A análise do caso GPX evidencia que a utilização da SCP como meio de captação de recursos não isenta seus idealizadores da observância da regulação do mercado de capitais. Quando a SCP é estruturada de forma a viabilizar aportes com promessa de retorno vinculada ao esforço alheio e à administração de terceiros, está-se diante de um CIC, independentemente da forma jurídica escolhida. O entendimento da CVM reforça a tese da prevalência do conteúdo sobre a forma e demonstra a vigilância da Autarquia no combate a práticas que, embora formalmente travestidas de legalidade, desvirtuam os princípios que norteiam a proteção do investidor e a integridade do mercado.

2.2. Caso Objetiva (PAS CVM 19957.006440/2021-32).

O PAS CVM 19957.006440/2021-32, instaurado e julgado pela CVM em 2024, envolve a empresa Objetiva Soluções em Consórcios S/S Ltda. (Objetiva) e seus administradores, João Rodrigues Gimenez, Renan Calegari Moia e Maria José Frisco, por realização de oferta pública irregular de valores mobiliários, mediante contrato de SCP estruturado como CIC¹³.

A apuração teve origem em 2019, com denúncia de que a Objetiva estaria captando recursos por meio da oferta de "cotas de consórcio" que prometiam rentabilidade de 1% ao mês, via contrato denominado "Termo de Adesão a Sociedade em Conta de Participação", formalizado como SCP.

Entre abril de 2016 e abril de 2017, a empresa ofertou publicamente tais cotas, informando a investidores a expectativa de retorno e elaborando material de marketing voltado ao público em geral.

Com base nos elementos constantes dos autos, a CVM concluiu que estavam evidentes os quatro requisitos do art. 2º, inciso IX, da Lei 6.385/1976: (i) aporte coletivo de recursos; (ii) expectativa de remuneração (juros remuneratórios de 1% ao mês); (iii) vínculo da rentabilidade ao esforço da Objetiva na atividade (compras e vendas de cotas de consórcio e exploração de site); e (iv) o caráter independente da denominação jurídica, uma vez que a SCP ocultava a operação típica de CIC.

A atuação da empresa foi classificada como oferta pública irregular de valores mobiliários, pois foi conduzida sem o registro na CVM ou enquadramento em hipótese de dispensa formal prevista

13 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.006440/2021-32*, data do julgamento: 13/08/2024, Rel. Presidente João Pedro Nascimento. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2024/SEI_19957006440_2021_32.pdf. Acesso em: 05 ago. 2025.

pela regulamentação (Lei 6.385/76 e Instrução CVM 400,¹⁵ vigente à época dos fatos). A SCP foi, portanto, considerada mera fachada jurídica, e seu conteúdo econômico determinou o enquadramento como CIC.

Nesse contexto, a Autarquia atribuiu infração grave tanto à pessoa jurídica quanto aos administradores, com base no artigo 19 da Lei 6.385/76, e no artigo 2º da Instrução CVM 400, responsabilizando-os conforme artigo 59, inciso II, e artigo 56B da Instrução CVM 400. À Objetiva foi aplicada uma multa de R\$5.893.560,00, equivalente a 20% do total captado (R\$ 34.668.000,00). Os administradores foram condenados individualmente ao pagamento de R\$ 1.473.390,00 cada um. A proposta de termo de compromisso apresentada anteriormente foi rejeitada pela CVM, tanto pela Superintendência de Registro quanto pelo Comitê de Termo de Compromisso, diante da constatação da persistência da conduta irregular.

Este precedente reforça a interpretação da CVM de que a forma societária (no caso, a SCP) não exime a estrutura de captação coletiva de investidores da regulamentação aplicável aos valores mobiliários. A centralização do esforço no sócio ostensivo, o total descolamento do aporte financeiro por parte dos investidores, a promessa explícita de retorno mensurável e a captação por meio de oferta pública consolidam o entendimento de que a SCP se tornou, na prática, um CIC, sujeitando os envolvidos às sanções previstas na legislação do mercado de capitais.

2.3. Caso Apoema (PAS CVM 19957.006087/2020-18).

O PAS CVM 19957.006087/202018 envolveu a Apoema Incor-

15 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM 400*, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst400consolid2.pdf>. Acesso em: 18 ago. 2025.

poradora Ltda. (Apoema) e seu sócio e administrador, Rodolfo Bueno Lycarhão de Paula, a respeito de uma oferta pública vinculada a um empreendimento imobiliário estruturada sob a forma de SCP.¹⁶

A apuração partiu da denúncia de que a empresa estaria realizando captação coletiva de recursos sem registro ou dispensa junto à Autarquia, violando os dispositivos do artigo 19 da Lei 6.385/1976 e da Instrução CVM 602¹⁷. Segundo o denunciante, a oferta se dirigia ao público em geral, sendo amplamente divulgada por meio de redes sociais e intermediada por corretores, o que evidenciava seu caráter público e padronizado.

Apesar da formalização contratual como SCP, o conteúdo econômico da operação revelava características típicas de um CIC, uma vez que os investidores aportavam recursos para o empreendimento imobiliário com a expectativa de remuneração proporcional ao resultado do projeto.

Diante da análise dos fatos, dos documentos apresentados pela acusação e da inércia dos investigados, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SER) da CVM e a Procuradoria Federal Especializada (PFE-CVM) concluíram pela existência de oferta pública irregular de valores mobiliários, uma vez que não houve o devido registro ou enquadramento em hipótese de dispensa legal. Identificaram-se infrações graves à legislação do mercado de capitais, justificando a instauração do processo sancionador.

Em resposta, os investigados propuseram a celebração de um Termo de Compromisso. Contudo, o Comitê de Termo de Comprom-

16 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.006087/2020-18*, data do julgamento: 16/07/2024, Rel. Diretor João Accioly. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/ane-xos/2024/SEI_19957006087_2020_18.pdf. Acesso em: 05 ago. 2025.

17 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM 602*, de 27 de agosto de 2018. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hotelheiro. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/ane-xos/600/inst602.pdf>. Acesso em: 18 ago. 2025.

misso e o Colegiado da CVM consideraram a proposta insuficiente diante da gravidade da conduta, rejeitando o acordo e optando pelo prosseguimento da ação administrativa.

Surpreendentemente, ao final do processo, o Colegiado decidiu, por unanimidade, absolver a Apoema e seu administrador das acusações relacionadas à oferta pública irregular, acompanhando o voto do Diretor Relator. Essa decisão refletiu a avaliação de que, embora existissem indícios da prática irregular, eles não foram considerados suficientes para comprovar, de forma robusta, a materialidade e autoria da infração, especialmente diante do caráter limitado da oferta, que alcançou apenas trinta e quatro investidores.

O caso Apoema ilustra, assim, uma exceção relevante dentro do entendimento consolidado da CVM acerca da requalificação de SCPs como CICs. Demonstra que, apesar da primazia do conteúdo econômico sobre a forma jurídica na análise dessas operações, fatores como a robustez das provas, o comportamento dos envolvidos e a proporcionalidade da sanção podem influenciar decisivamente o desfecho do processo. Ressalta-se, no entanto, que tal decisão não afasta a necessidade de extrema cautela na estruturação de operações por meio de SCPs, especialmente quando envolvem captação pública, para garantir o atendimento rigoroso às normas do mercado de capitais e evitar riscos regulatórios.

2.4. Caso Nobile (PAS CVM 19957.006644/2020-92).

O PAS 19957.006644/2020-92, julgado em abril de 2024, envolveu a Nobile Gestão de Empreendimentos Ltda. (Nobile) e Roberto Maia Bertino, seu administrador. A investigação originou-se de denúncias de investidores do empreendimento Best Western Arpoador Fashion Hotel (operado pela Nobile SCP 003, cuja sócia ostensiva é a Nobile) em relação a irregularidades envolvendo informações financeiras do empreendimento.¹⁸

Em 2014, a CVM havia dispensado o empreendimento do re-

gistro de oferta, com base no MEMO/CVM/SRE/Nº 15/2014¹⁹ e nos termos do artigo 4º da Instrução CVM 400. Anos depois, as denúncias de ausência de divulgação de informações financeiras no prazo correto e de sua devida auditoria levaram a CVM a analisar o Termo de Acusação lavrado pela SER em face da Nobile e de seu administrador por descumprimento do MEMO/CVM/SRE/Nº 15/2014.

A Nobile e seu administrador apresentaram proposta para celebração de termo de compromisso, mas ela foi rejeitada pela CVM em razão da gravidade dos fatos, da insignificância e desproporcionalidade do valor proposto frente a tal gravidade e de não ter sido cessada a prática em questão.

Da análise dos elementos trazidos nos autos, a CVM ressaltou ser dos acusados a responsabilidade da contratação de empresa de auditoria independente e registrada na Autarquia, o que não ocorreu no presente caso, visto que o auditor contratado não possuía tal registro. Dessa forma, a CVM concluiu pela condenação da Nobile e de seu administrador ao pagamento de multa de, respectivamente, R\$ 85.000,00 e R\$ 42.500,00.

Cabe destacar que embora figure entre os resultados do levantamento conforme metodologia descrita acima, o caso Nobile diverge dos demais casos analisados neste estudo, visto que seu ponto central não é a verificação da caracterização da SCP como CIC, mas o descumprimento de dispositivos do documento que fundamentou a dispensa de registro de oferta pública.

18 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM n. 19957.006644/2020-92*, data do julgamento: 30/04/2024, Rel. Diretor Daniel Maeda. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/ane-xos/2024/SEI_19957006644_2020_92.pdf. Acesso em: 17 ago. 2025.

19 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *MEMO/CVM/SRE/Nº 15/2014*. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/ane-xos/2014/9100-0.pdf>. Acesso em: 17 ago. 2025.

2.5. Caso Serra Dourada (PAS CVM 19957.004989/2021-92).

O PAS CVM 19957.004989/2021-92 instaurado pela SRE em face da SPE Serra Dourada Empreendimentos Imobiliários Limitada (Serra Dourada) e de seu sócio e administrador, Alceu Dias Pinheiro Júnior, versou sobre a oferta pública irregular de CICs relativos ao empreendimento imobiliário SCP City Flamboyant, na qual a Serra Dourada figurava como sócia ostensiva.²⁰

A apuração teve origem em denúncias de investidores quanto à alegada negociação de valores mobiliários sem devida autorização. Tais denúncias foram embasadas pelo material publicitário com proposta de investimento, registro de divulgação por corretores terceirizados e fotos de *outdoors* anunciando o empreendimento, que tinham como finalidade a captação de investidores.

A despeito da forma contratual de SCP, a CVM destacou que o exame dos elementos trazidos aos autos tornava incontroversa a existência de investimento, pois os materiais de divulgação evidenciavam que o negócio se baseava na transferência de recursos dos investidores à Serra Dourada. Os mesmos elementos dos autos indicavam o caráter público da oferta, que foi oferecida ampla e indistintamente a investidores.

Além disso, a análise da redação do instrumento contratual apresentado aos investidores, denominado “Termo de Adesão à Sociedade em Conta de Participação SCP City Flamboyant - Quota Parte”, revelou a existência de dispositivos que previam o pagamento de taxas e comissões e a expectativa de remuneração pelo investimento realizado, o que também evidencia o caráter remuneratório do negócio.

20 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM n. 19957.004989/2021-92*, data do julgamento: 02/04/2024, Rel. Diretor Daniel Maeda. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anejos/2024/SEL_19957004989_2021_92.pdf. Acesso em: 17 ago. 2025.

Por meio da análise dos termos do referido contrato, a CVM destacou ainda que a remuneração dos investimentos decorria exclusivamente dos esforços da Serra Dourada, que além de ser encarregada pela administração da SCP, empregava os recursos dos investidores para consecução do empreendimento.

Nenhum dos acusados apresentou defesa no PAS em questão. Assim, diante da análise dos elementos trazidos nos autos, à luz dos critérios estabelecidos na jurisprudência da Autarquia, a CVM concluiu pela existência de oferta pública irregular de CIC, considerada infração grave, e a consequente condenação da Serra Dourada ao pagamento de multa de R\$ 795.600,00 e de seu administrador à multa de R\$ 216.750,00.

O caso Serra Dourada reforça o entendimento da CVM quanto à prevalência da realidade econômica subjacente do empreendimento, em detrimento da estrutura contratual formal adotada. O caso ilustra como a redação do instrumento contratual que embasa a relação com os “sócios” também constitui elemento probatório relevante, tal como os registros de divulgação ampla e ostensiva, para indicar o desvirtuamento da SCP para a captação de recursos, de modo a caracterizar oferta pública irregular de valores mobiliários.

3. Critérios para caracterização de CIC.

A análise dos precedentes sancionadores da CVM, exemplificados pelos casos GPX, Objetiva, Serra Dourada, Apoema e Nobile, evidencia a adoção de uma abordagem eminentemente casuística para a caracterização de uma SCP como CIC. Essa metodologia valoriza a avaliação concreta das circunstâncias e elementos fáticos presentes em cada operação, priorizando o conteúdo econômico e o efeito prático sobre os investidores em detrimento da mera forma jurídica adotada.

Nesse contexto, a CVM tem consolidado um conjunto de critérios indicativos que orientam sua análise, buscando identificar se a

SCP efetivamente opera como um instrumento de captação coletiva irregular e, portanto, sujeita às normas do mercado de capitais. Entre os principais elementos considerados destacam-se: (i) o número de investidores envolvidos; (ii) o grau de homogeneidade entre eles; e (iii) a existência (ou não) de relação prévia, aspectos que impactam diretamente na natureza pública ou restrita da oferta. Em regra, quanto maior o número e a ausência de vínculo pré-existente entre os participantes, maior a probabilidade de requalificação da operação como CIC.

Outro fator relevante é a presença de publicidade, marketing e esforços de divulgação padronizados, especialmente quando associados à intermediação profissional, que indicam oferta pública ou massiva, extrapolando a esfera das operações restritas. A CVM observa com atenção o uso de meios digitais, sites institucionais, redes sociais e agentes autônomos para promoção das operações, pois tais práticas potencializam o alcance e atraem investidores indiscriminadamente.²¹

Ainda, a padronização dos contratos, com cláusulas uniformes e pouco espaço para negociação individual, reforça a ideia de investimento coletivo e a aplicação do regime de valores mobiliários, em contraposição a contratos personalizados típicos das SCPs genuínas.

Por fim, a existência de promessas explícitas ou implícitas de rentabilidade, retorno garantido ou expectativa de lucro atrelada ao esforço do sócio ostensivo ou gestor configura elemento central para caracterizar o CIC, conforme previsto no inciso IX do artigo 2º da Lei 6.385/1976.

Esses critérios, combinados, orientam a atuação fiscalizatória da CVM e fundamentam a imposição de sanções administrativas em

21 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Parecer de Orientação CVM nº 32*, de 30 de setembro de 2005. Uso da Internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pareceres-orientacao/anexos/pare032.pdf>. Acesso em: 18 ago. 2025.

caso de descumprimento. Dessa forma, o exame integrado desses elementos permite distinguir operações legítimas realizadas por meio de SCPs, que mantêm caráter privado e personalizado, daquelas que, disfarçadas por essa forma societária, configuram efetiva oferta pública irregular de valores mobiliários. Assim, a compreensão desses parâmetros é essencial para que agentes econômicos, investidores e operadores do mercado possam estruturar negócios e avaliar riscos de forma segura e em conformidade com a regulação vigente.

4. Zonas de risco e *safe harbors*.

No contexto da captação de recursos por meio de SCP, é possível depreender “zonas de risco”, que indicam maior probabilidade de requalificação da operação como CIC e, conseqüentemente, sujeição à regulação do mercado de capitais. Entre os principais fatores que compõem essas zonas de risco, destacam-se a promessa de retorno fixo ou garantido, que cria expectativa explícita de remuneração e configura importante indício da existência de valor mobiliário. Essa característica elimina a subjetividade do investimento e reforça o vínculo entre o aporte e a remuneração, um dos elementos essenciais para a configuração do CIC. Outro fator crítico é o uso de publicidade em redes sociais e outras plataformas digitais, que amplia o alcance da oferta de forma indiscriminada, extrapolando os limites das operações privadas e restritas, e revelando uma captação pública massificada. A captação por terceiros, especialmente por intermediários profissionais como agentes autônomos de investimentos, também constitui alerta regulatório, pois reforça a estrutura de distribuição típica dos contratos de investimento coletivo. Finalmente, a ausência de relação prévia entre os investidores e o ofertante indica falta de familiaridade e confiança pré-existente, característica que tende a descaracterizar operações consideradas restritas e, portanto, sujeitas a maior controle pela CVM.

Por outro lado, a Autarquia reconhece a existência de verdadeiros “*safe harbors*”, isto é, condições e limites que, quando obser-

vados, podem afastar a configuração de CIC e reduzir o risco regulatório para as operações estruturadas via SCP. Entre esses parâmetros seguros, destaca-se o limite de até 35 investidores, número que demonstra um grupo restrito, de caráter privado e não massificado, reduzindo a necessidade de proteção típica do mercado de capitais.²² Ademais, a existência de vínculo pessoal documentado entre os participantes reforça a natureza personalizada e não coletiva da operação, evidenciando que não se trata de oferta pública, mas de investimento realizado em ambiente de confiança e conhecimento mútuo. Adicionalmente, a captação individualizada, em que cada investidor negocia e concorda de forma específica com os termos do contrato, afasta a padronização típica das ofertas públicas e contribui para a manutenção da legitimidade da SCP. Por fim, a ausência de publicidade ou marketing direcionado ao público em geral restringe o alcance da operação, reforçando seu caráter privado e limitado.

A combinação desses fatores de risco e das condições dos *safe harbors* serve como guia fundamental para a estruturação das SCPs que buscam captar recursos, orientando gestores e investidores quanto aos limites permitidos pela regulamentação da CVM. Tal equilíbrio entre critérios de segurança e elementos de alerta é imprescindível para assegurar a conformidade legal das operações, preservar a proteção do investidor e evitar a imposição de sanções administrativas.

22 O número advém da *Rule 506* estabelecida na *Regulation D* do *Securities Act* de 1933, regra editada pela *Securities and Exchange Commission* dos Estados Unidos da América que prevê um “*safe harbor*” para a exceção do § 4(a)(2) do referido ato, permitindo a realização de ofertas privadas de valores mobiliários sem necessidade de registro, desde que observados certos requisitos – entre eles, a vedação de solicitação pública ou publicidade e a limitação de até 35 investidores não qualificados. Referindo-se à regra em questão, a CVM ressalta que inexistente tal regra no cenário brasileiro e que o número exato não é determinante. Não obstante, o fato de o número de investidores ser reduzido pode, em conjunto com outros elementos, ser relevante indicativo da inoportunidade de oferta pública. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.006087/2020-18*, data do julgamento: 16/07/2024, Rel. Diretor João Accioly, para. 36. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2024/SEI_19957006087_2020_18.pdf. Acesso em: 05 ago. 2025).

Assim, conhecer e respeitar essas zonas de risco e *safe harbors* é condição essencial para a governança eficiente e sustentável dos instrumentos de captação baseados em SCP no mercado brasileiro.

5. Implicações práticas para estruturação de SCPS.

A análise dos critérios regulatórios e da jurisprudência da CVM aponta para importantes recomendações práticas na estruturação de SCP que visam à captação de recursos. Em primeiro lugar, cumpre formalizar relações prévias entre os sócios participantes, garantindo que os investidores sejam pessoas conhecidas do sócio ostensivo, com vínculos documentados e estabelecidos antes da constituição da SCP. Essa prática contribui para afastar a caracterização de oferta pública e reforça a natureza privada da operação. Em segundo lugar, deve-se evitar qualquer forma de publicidade ou divulgação pública da oferta, incluindo o uso de redes sociais, sites institucionais ou outros meios digitais que possam ampliar o alcance da captação de modo indiscriminado. Como observado, a ausência de marketing e comunicação massificada reduz significativamente os riscos de requalificação da SCP como CIC pela CVM. Em terceiro lugar, é importante vedar o uso de sistemas de comissionamento em cascata ou estruturas semelhantes que envolvam intermediários remunerados por captação, prática que pode caracterizar distribuição pública de valores mobiliários e desencadear fiscalização e sanções regulatórias. Em quarto lugar, convém evitar prometer retornos fixos ou garantidos aos investidores, pois tais promessas configuram um forte indício de investimento coletivo e valor mobiliário, ampliando o risco regulatório e a possibilidade de enquadramento como CIC. Por fim, recomenda-se realizar uma avaliação prévia detalhada acerca da necessidade de registro da oferta ou da possibilidade de dispensa junto à CVM, em conformidade com a legislação e regulamentação aplicáveis. Essa análise preventiva é essencial para assegurar a conformidade da operação e mitigar riscos jurídicos e financeiros para todos os envolvidos.

Dessa forma, a observância dessas recomendações permite estruturar SCPs com maior segurança jurídica, preservando a confidencialidade e a flexibilidade inerentes a essa forma societária, sem incorrer nos riscos regulatórios associados à captação coletiva irregular.

Considerações finais.

A utilização da SCP como instrumento de captação de recursos evidencia a tensão permanente entre liberdade contratual e necessidade de regulação no mercado de capitais. Embora a SCP, por sua estrutura flexível e natureza privada, represente uma alternativa legítima para a organização de negócios e atração de aportes em contextos restritos, sua instrumentalização para fins de captação pública, com promessa de retorno vinculado ao esforço de terceiros, aproxima-se do conceito legal de CIC, atraindo a incidência do regime jurídico protetivo da Lei 6.385/1976.

A análise dos casos julgados pela CVM em 2024, especialmente os precedentes GPX, Objetiva, Serra Dourada, Apoema e Nobile, demonstra que a Autarquia tem adotado uma abordagem orientada pelo conteúdo econômico das operações, independentemente da forma jurídica adotada. Essa postura, fundamentada na proteção do investidor e na integridade do mercado, busca coibir práticas que, embora formalmente travestidas de legalidade, na substância operam como ofertas públicas não registradas de valores mobiliários. A jurisprudência administrativa recente consolida critérios que permitem distinguir usos legítimos da SCP de estruturas que configuram captação irregular, com destaque para elementos como a padronização dos contratos, a publicidade massiva, a ausência de vínculo prévio entre os envolvidos e a promessa de rentabilidade.

Ao mesmo tempo, a atuação da CVM não tem ignorado os limites de sua competência nem o espaço legítimo da autonomia privada. O reconhecimento, ainda que implícito, de certos “*safe har-*

bors” (como a captação restrita entre pessoas com vínculo prévio, a ausência de divulgação pública e a individualização dos contratos) indica a existência de zonas de segurança jurídica que preservam a liberdade negocial dos agentes econômicos. Em outras palavras, a CVM tem buscado equilibrar sua função regulatória com a preservação de um ambiente jurídico favorável à inovação contratual e ao desenvolvimento de mecanismos alternativos de financiamento privado.

Dessa forma, a análise empreendida neste artigo reforça a importância de uma atuação regulatória pautada pela racionalidade econômica e pela proporcionalidade, capaz de distinguir práticas abusivas de soluções jurídicas inovadoras. Ao lançar luz sobre os critérios efetivamente utilizados pela CVM, espera-se contribuir para a maior previsibilidade e segurança na estruturação de negócios via SCP, ao mesmo tempo em que se reafirma o papel essencial da regulação na proteção dos investidores e no fortalecimento institucional do mercado de capitais brasileiro.

ANEXO

Processo Administrativo Sancionador (Em negrito estão os PAS analisados ao longo do artigo)	
1	PAS CVM 19957.003685/2023-70, Data de julgamento: 15/04/2025, Rel. Diretor João Accioly ¹
2	PAS CVM 19957.007114/2022-23, Data do julgamento: 15/10/2024, Rel. Diretor Daniel Maeda (Caso GPX)
3	PAS CVM 19957.006440/2021-32, Data do julgamento: 13/08/2024, Rel.: Presidente João Pedro Nascimento (Caso Objetiva)
4	PAS CVM 19957.006087/2020-18, Data do julgamento: 16/07/2024, Rel.: Diretor João Accioly (Caso Apoema)
5	PAS CVM 19957.006644/2020-92, Data do julgamento: 30/04/2024, Rel.: Diretor Daniel Maeda (Caso Nobile)
6	PAS CVM 19957.004989/2021-92, Data do julgamento: 02/04/2024, Rel.: Diretor Daniel Maeda (Caso Serra Dourada)
7	PAS CVM 19957.009444/2019-58, Data do julgamento: 03/10/2023, Rel.: Diretor João Accioly
8	PASCVM 19957.007994/2018-51 (RJ2018/5377), Data do julgamento: 09/06/2020, Rel.: Diretor Gustavo Machado Gonzalez
9	PAS CVM 19957.012126/2022-70, Data do julgamento: 06/06/2023, Rel.: Presidente João Pedro Nascimento
10	PAS CVM 19957.010829/2022-63, Data do julgamento: 05/09/2023, Rel.: Presidente João Pedro Nascimento
11	PASCVM 19957.008371/2016-34 (RJ2016/8501), Data do julgamento: 20/12/2019, Rel.: Flávia Sant'Anna Perlingeiro
12	PASCVM 19957.4542/2017-37 (RJ2017/2236), Data do julgamento: 10/12/2019, Rel.: Flávia Sant'Anna Perlingeiro
13	PASCVM 19957.007937/2016-19 (RJ2016/8155), Data do julgamento: 10/12/2019, Rel.: Flávia Sant'Anna Perlingeiro
14	PASCVM 19957.007006/2017-93 (RJ2017/4214), Data do julgamento: 22/10/2019, Rel.: Carlos Alberto Rebello Sobrinho
15	PASCVM RJ2017/3090 (19957.006343/2017-63), Data do julgamento: 07/05/2019, Rel.: Carlos Alberto Rebello Sobrinho
16	PASCVM 19957.009556/2018-28 (RJ2018/7211), Data do julgamento: 18/02/2020, Rel.: Flávia Sant'Anna Perlingeiro
17	PASCVM RJ2016/8381 (SEI nº 19957.008445/2016-32), Data do julgamento: 18/02/2020, Rel.: Flávia Sant'Anna Perlingeiro
18	PASCVM 19957.002921/2017-92 (RJ2017/1530), Data do julgamento: 29/01/2019, Rel.: Gustavo Machado Gonzalez
19	PASCVM RJ2017/4412, Data do julgamento: 30/10/2018, Rel.: Pablo Renteria
20	PASCVM RJ2018/324, Data do julgamento: 30/10/2018, Rel.: Gustavo Machado Gonzalez
21	PASCVM 19957.006904/2017-24 (RJ2017/3455), Data do julgamento: 23/10/2018, Rel.: Marcelo Barbosa
22	PASCVM RJ2017/2225, Data de julgamento: 28/08/2018, Rel.: Gustavo Machado Gonzalez
23	PASCVM 19957.008081/2016-91 (RJ2016/8347), Data do julgamento: 07/08/2018, Rel.: Gustavo Machado Gonzalez
24	PASCVM RJ2014/6515, Data de julgamento: 15/12/2016, Rel.: Henrique Balduino Machado Moreira
25	PASCVM RJ2013/13355, Data de julgamento: 24/11/2016, Rel.: Henrique Balduino Machado Moreira
26	PASCVM RJ2015/1823, Data de julgamento: 02/08/2016, Rel.: Diretor Gustavo Borba
27	PASCVM RJ2014/5099, Data do julgamento: 15/03/2016, Rel.: Gustavo Borba

23 Este PAS não foi analisado ao longo do artigo, pois abordou um tema diverso, qual seja a apuração de suposta inobservância de normas contábeis na condução de processos de auditoria de demonstrações financeiras.