

EXTRATO DA CONTINUAÇÃO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2014/6515

- Acusados: Edmar de Assis  
Edmilson de Assis  
INSIDE Administradora e Participações Ltda.
- Ementa: Exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem a prévia autorização da CVM. Multa e proibições temporárias.
- Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, com fundamento no art. 11, incisos II e VII, da Lei nº 6.385/76, por maioria de votos, decidiu:
1. Aplicar ao acusado **Edmar de Assis a penalidade de proibição temporária**, pelo prazo de sete anos, para atuar, direta, ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação nos mercados de bolsa em funcionamento no Brasil, por sua atuação irregular como administrador profissional de carteira de valores mobiliários, em infração ao disposto no art. 3º da Instrução CVM nº 306/99, combinado com o art. 23 da Lei nº 6.385/76;
  2. Aplicar ao acusado **Edmilson de Assis a penalidade de proibição temporária**, pelo prazo de sete anos, para atuar, direta, ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação nos mercados de bolsa em funcionamento no Brasil, por sua atuação irregular como administrador profissional de carteira de valores mobiliários, em infração ao disposto no art. 3º da Instrução CVM nº 306/99, combinado com o art. 23 da Lei nº 6.385/76;
  3. Aplicar à **Inside Administradora e Participações Ltda. a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$300.000,00**, por sua atuação irregular como administradora profissional de carteira de valores mobiliários, em infração ao disposto no art. 3º da Instrução CVM nº 306/99, combinado com o art. 23 da Lei nº 6.385/76;

O Colegiado deliberou a comunicação do resultado do presente julgamento à Procuradora da República no Estado de São Paulo, em complemento ao OFÍCIO/CVM/SGE/nº062/2014 (fls.201), para as providências que julgar cabíveis no âmbito de sua competência.

O Colegiado determinou, ainda, que, uma vez transitada em julgado, comunicar a decisão proferida à BM&FBOVESPA, para a adoção das providências que ela julgar cabíveis.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil,

que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

Ausentes os acusados, sem representantes constituídos.

Presente a Procuradora-federal Milla Aguiar, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Henrique Balduino Machado Moreira, Relator, Gustavo Tavares Borba, Pablo W. Renteria, Roberto Tadeu Antunes Fernandes e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 15 de dezembro de 2016.

Henrique Balduino Machado Moreira  
Diretor-Relator

Leonardo P. Gomes Pereira  
Presidente da Sessão de Julgamento

## **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/6515**

**Acusados:** Inside Administradora e Participações Ltda.  
Edmar de Assis  
Edmilson de Assis

**Assunto:** Exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem a prévia autorização da CVM, em infração ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/76, c/c o art. 3º da Instrução CVM nº 306/99.

**Relator:** Diretor Henrique Balduino Machado Moreira

### **RELATÓRIO**

#### **I. Objeto e Origem**

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN", ou "Acusação") para apurar a responsabilidade da Inside Administradora e Participações Ltda. ("Inside") e dos seus sócios, Edmar de Assis e Edmilson de Assis, pelo exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem a prévia autorização da CVM, em infração ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/76<sup>1</sup>, c/c o art. 3º da Instrução CVM nº 306/99<sup>2</sup>.

2. O presente processo teve origem no Processo CVM nº RJ2012/14288, que tratou de reclamação de investidor formulada à Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores ("SOI"), em 13.11.2012. Na consulta, o investidor pede para que seja verificada a situação cadastral e o eventual registro da *Inside* na CVM (fl. 23).

## II. Dos Fatos

3. Após verificar que a *Inside* e os seus sócios não possuíam registro na CVM, a SOI pesquisou que essa sociedade mantinha o domínio [www.insideadmin.com.br](http://www.insideadmin.com.br), do qual se podia destacar do conteúdo à época os seguintes trechos (fls. 24 – 38):

*INSIDE – Empresa de Administração de Gestão de Recursos*

*Empresa especializada em gerir seus investimentos e participações em outras empresas utilizando mecanismos financeiros vigentes no mercado.*

*Utilizamos, de um sistema operacional, sistemas eletrônicos totalmente integrados, onde o sócio participante possui sua conta com usuário e senha para acesso via internet, podendo assim viabilizar o contato com a Inside.*

*Com isso, os sócios participantes acompanham a capacidade e resultados do desempenho da (s) empresa (s), os quais são apresentados no mercado, tornando-se mais transparente com seus sócios participantes.*

*Missão: Prestar excelente gestão aos recursos dos nossos sócios participantes, utilizando-se de visão de mercado, boas oportunidades e foco, gerando resultados contundentes.*

*Visão: Ser reconhecida como uma das melhores empresas de gestão de recursos do país, crescendo de forma sustentável e dando conforto ao patrimônio do nosso sócio participante.*

*Grupo Inside*

*As empresas Inside são especializadas em fazer gestão e administração de recursos dos seus sócios participantes, utilizando várias estratégias para atingir o seu objetivo, que é o de obter melhor rentabilidade e o aumento de patrimônio.*

4. Na seção “Quem Somos” do referido endereço eletrônico, constava também o seguinte (fl. 38):

*Empresa especializada em Gestão de Recursos de Terceiros, visando fazer com que o seu patrimônio possa se multiplicar de forma segura e profissional; para isso, a Inside conta com as experiências de seus Diretores que, durante mais de 12 anos, atuaram no mercado, englobando é claro, suas formações e especializações acadêmicas.*

*A empresa faz gestão de produtos que buscam retornos consistentes com o seu nível de risco, dentro de um horizonte de curto, médio e longo prazo.*

*Buscamos retornos atrativos, observando os requisitos abaixo:*

- Preservação de capital*
- Disciplina de gestão*
- Observação da relação risco x retorno nas operações realizadas*
- Perfil oportunista*

*A Inside oferece alternativas para investimentos baseados em análises econômicas, Consultoria de gráficos e performance dos investimentos ofertados.*

5. Ainda na página da sociedade na rede mundial de computadores, constavam informações a respeito da constituição de sociedades em contas de participação, forma pela qual seriam firmados os contratos entre os investidores e a *Inside* (fl. 36).

6. Adicionalmente, em consulta à ferramenta de buscas na internet, foi encontrada declaração de investidor afirmando que (fls. 44-45):

*... tenho dinheiro aplicado em uma empresa em guarulhos (INSIDE INVEST) QUE ME paga 10% ao mês. Isso é possível? Essa empresa diz investir no mercado de opções. Já faz um ano que estou lá. Será que é seguro continuar?*

7. Buscou-se ainda informação cadastral da *Inside* na Junta Comercial de São Paulo (fls. 46-48) e na base de dados do Serpro, que revelaram que a sociedade tinha como sócios, à época, Edmilson de Assis e Edmar de Assis, sendo que este atuava como diretor operacional e aquele como diretor administrativo e operacional.

8. Em 01.03.2013, com base em proposta formulada pela SIN, o Colegiado editou a Deliberação CVM nº 704, para alertar o mercado e o público em geral que a *Inside* e os seus sócios não possuíam registro na CVM, bem como determinar a suspensão imediata da oferta de serviços de administração de carteiras de valores mobiliários por estas pessoas (fl. 62).

9. Em 18.09.2013, a *Inside* e os seus sócios protocolaram pedido de reconsideração da decisão do Colegiado, argumentando que nunca chegaram a operar e que, em nenhum momento, apresentaram-se oferecendo publicamente serviços de administração de carteira de valores mobiliários (fls. 67-74).

10. Em 15.10.2013, o Colegiado indeferiu o pedido, por entender que a expedição daquele ato administrativo encontrou motivos fáticos suficientes a ensejar medida de natureza predominantemente cautelar (fls. 75-76).

11. Posteriormente, diversas reclamações e consultas de investidores foram dirigidas à SOI, questionando a atuação da *Inside* no mercado de capitais, cujo teor de algumas delas estão transcritas a seguir:

L.M. (fls.77-78):

*Essa empresa, que tem atraído muitos investidores de São Paulo, mais precisamente situada em Guarulhos, que parece atuar no esquema de pirâmide.*

*Eles fazem várias reuniões presenciais para pegar novos investidores.*

*Eles garantem rentabilidade de 5% a 10% ao mês sem risco e carência de um ano.*

*Dizem que investem em empresas de aço e em jogadores de futebol, e fazem rodadas de palestras para atrair os investidores.*

*Já ao ligar na empresa eles convidam para a palestra onde eles vendem o esquema do "investimento".*

C.S. (fl.79):

*Fui convidada a investir em um fundo multiestratégia Inside Invest [www.insideadmin.com.br](http://www.insideadmin.com.br). Fiquei em dúvida: Primeiro, por não encontrar o cadastro na CVM e, segundo, pelos retornos prometidos, entre 50% e 80% ao ano. O investimento inicial é elevado: R\$30.000,00 (...).*

V.S.(fls.79-80):

*(...) estou prestes a entrar em uma agência administradora de recursos chamada inside invest, ou inside administradora de recursos, porém, tive notícia de que a empresa não está autorizada por esta Autarquia a prestar serviços de administração de carteira de valores mobiliários (...).*

M.P.N. (fls.81-82):

*Gostaria de saber se a empresa INSIDE ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA CNPJ: 027455630000134 possui autorização pela CVM para operações de valores mobiliários.*

L.C.H.F. (fls.85-86):

(...) existe um suposto fundo de investimentos operando em São Paulo chamado *Inside Administradora* (...). O site contém informações vagas e genéricas sobre a forma de atuação da empresa, mas existem agentes fazendo divulgação de ganhos fixos de 10 por cento sobre o valor investidor ao mês.

D.D.B.(fl.91):

Sou investidora na *Inside Adm e Part*, que tem suspensa sua veiculação de administração de carteiras por não estar dentro das normas reguladoras da CVM. Agora ela está apresentando uma empresa chamada *Safety Cia* que irá fazer a administração de suas carteiras se optarmos por esta migração e que esta empresa tem a regulamentação pela CVM e AMBIMA. Creio novamente ser uma oferta mentirosa, com a intenção de fraude dos que têm valores investidos na *Inside*.

M.B.M. (fls.92- 97):

Bom dia, Investi R\$46.000,00, em abril de 2013, na empresa *Inside Administradora de Recursos Ltda.*, inscrita no CNPJ MF nº 02.745.563/0001-34. Com a promessa de empresa pagar 5% de juros ao mês sobre o capital aplicado, porém a empresa não estava honrando seus compromissos.

Henrique Amado dos Santos (fl.98):

Agora a *Inside* alega não ter capital para pagar nem os aportes iniciais de seus quase 4.521 sócios ativos.

12. Além disso, o investidor I.F.M. enviou à CVM cópia de notificação extrajudicial encaminhada à *Inside*, requerendo a rescisão do contrato firmado em 09.10.2012, vez que não houve o pagamento do resgate após o período de um ano, conforme solicitado pelo investidor (fls. 102-107).

13. Este mesmo investidor encaminhou também cópia do "Contrato SCP - Sociedade em Conta e Participação" celebrado com a *Inside*, do qual destacam-se os seguintes trechos:

OBJETIVO DA SCP

III - A sociedade tem por objeto a criação de uma unidade de negócios do SÓCIO OSTENSIVO relacionada ao Projeto no Setor de Petróleo, utilizando-se para isso a denominação comercial do SÓCIO OSTENSIVO.

ADMINISTRAÇÃO DA SCP

VIII - A SCP será administrada pelo SÓCIO OSTENSIVO, ao qual compete privativa e individualmente o uso da firma e a representação ativa, passiva, judicial e extrajudicial da sociedade, além da responsabilidade pelos registros contábeis da mesma...

14. Já o investidor M.B.M. enviou à CVM cópia do contrato, do comprovante de depósito feito na conta-corrente da *Inside* e do extrato emitido por esta sociedade, detalhando o histórico de seu investimento (fls. 93-97). Do extrato pode-se verificar apropriação de rendimento mensal e premiações apropriadas ao investidor ao longo do ano de 2013. No final do extrato, é lançado a débito - "encerramento do contrato" - no valor de R\$46.205,63, valor este que o reclamante afirma nunca ter recebido.

15. M.B.M. enviou ainda cópia de mensagens eletrônicas enviadas pela Inside para os "Sócios Participantes" por meio das quais ela informava diversas decisões, como as adiante descritas (fls. 108-112):

Comunicado de 12/08/2013 (fl. 108):

*Todo novo aporte efetuado em conta de participação gerará uma premiação de 5% sobre o valor aportado.*

*A visualização deste demonstrativo de premiações estará disponível na aba CONTAS do nosso site, juntamente com os demonstrativos de suas contas de participação.*

Comunicado de 31/10/2013 (fl. 109):

*Mediante o fato ocorrido, comunico que nos meses de Outubro/Novembro/Dezembro o nosso fluxo de pagamento sofrerá um alteração de data.*

Comunicado de 08/11/2013 (fl. 110):

*Isso ocasionou no não recebimento do lucro por muitos sócios que, com razão, ficaram e estão preocupados com o fato de receber ou não, e é por isso que estamos enviando este comunicado.*

Comunicado de 28/02/2014 (fl. 111):

*Na tentativa de resolvermos a situação da INSIDE, perante os sócios em conta de participação e por não termos condições de honrar os compromissos assumidos junto aos mesmos, fomos obrigados a buscar no mercado, parceiros e/ou empresas que pudessem se interessar em nossa carteira de sócios em conta de participação, no sentido de equalizarmos este grave problema que atingiu a todos (...) - [grifo da Acusação]*

Comunicado de 11/03/2014 (fl. 112)

*Com o intuito de encontrarmos uma solução satisfatória para a carteira de nossa empresa, convocamos todos para a apresentação de proposta de constituição de Fundo de Investimento SAFETY Multimercados (...) - [grifo da Acusação]*

16. Do documento denominado "Normativo do Grupo Inside", extraem-se os seguintes trechos (fls. 113-128):

*As normas abaixo são para que você, nosso sócio participante, possa saber e compreender as regras da empresa, assim como cada situação do dia-dia que possa ocorrer.*

*Todas as solicitações de antecipação dos Lucros somente serão permitidas nas datas previstas neste normativo, sob pena de sanção na perda do Lucro do mês ou mesmo a extinção do contrato do Sócio Participante em casos que a Inside assim entender como Abusiva.*

*Os demonstrativos dos Lucros serão atualizados todo mês do período fiscal na data do dia 25, porém, todos os Sócios Participantes, no momento de solicitarem seus devidos lucros, poderão visualizar a previsão dos ganhos na tela de Retiradas.*

*A partir de Fevereiro de 2013, todos os nossos sócios participantes estarão visualizando em seus demonstrativos apenas o valor do lucro correspondente ao máximo permitido para saque mensalmente, sem que haja a quebra da regra e a penalização do lucro anual.*

*Informamos também que esta mudança deixa mais justa a distribuição de lucros para aqueles que focam no crescimento do seu capital, não fazendo retiradas de lucros mensais à espera de um acumulado maior.*

*E para demonstrar isso, a Inside estará aportando um lucro maior no fim do contrato sobre o saldo final para aqueles sócios participantes que não efetuarem retiradas de lucros mensais em seus Demonstrativos.*

*As solicitações de retiradas somente serão realizadas via site, não serão mais aceitas as solicitações via e-mail.*

#### *XI - Aportes*

*Os aportes poderão ser realizados a qualquer tempo. Seguir o passo a passo a baixo:*

*O sócio participante deverá efetuar o lançamento do aporte no site e transferir o recurso para a empresa Inside no mesmo dia, ou, no mais tardar, até às 12h:00 do dia seguinte.*

*Em caso de Depósito simples, enviar e-mail com o comprovante de Depósito, digitalizado em anexo para o endereço [documentos@insideadmin.com.br](mailto:documentos@insideadmin.com.br). Em caso de Transferência enviada de conta corrente de terceiros, enviar e-mail com o comprovante digitalizado em anexo para o endereço [documentos@insideadmin.com.br](mailto:documentos@insideadmin.com.br).*

*Se o recurso enviado for na forma de Depósito Identificado, ou mesmo transferência da conta corrente de sua própria titularidade, não haverá a necessidade de envio de comprovantes.*

*O lucro do aporte se iniciará no primeiro dia útil após a data da transferência do aporte.*

#### *XIII - Para indicações de Sócios Participantes via E-mail e cadastro:*

*O indicante deverá solicitar à Inside, via e-mail, o cadastro a ser preenchido pelo indicado no endereço [contratos@insideadmin.com.br](mailto:contratos@insideadmin.com.br).*

*Após a chegada do cadastro preenchido pelo novo sócio Participante e de forma correta, a Inside terá até dois dias para o envio do contrato também por e-mail para o novo sócio participante com cópia para o indicante.*

*Caso o valor dos 50% seja inferior ao valor necessário para o aporte inicial vigente no período da renovação, prevalece o mínimo para o aporte Inicial.*

*Nos casos em que o sócio não optar pela renovação, é imprescindível o manifesto através de e-mails 10 dias antes da finalização do contrato.*

#### *XVII – Premiação por novos aportes:*

*A partir de 13/08/2013, a Inside premiará todos os seus sócios participantes que fizerem novos aportes, da mesma forma que já premiava indicações de novos sócios participantes, seguindo as regras descritas abaixo:*

*Todo novo aporte efetuado em sua conta de participação gerará uma premiação de 5% sobre o valor aportado.*

17. Questionados<sup>3</sup> a respeito, a Inside, Edmilson de Assis e Edmar de Assis encaminharam resposta de idêntico teor, afirmando, em apertada síntese, que nunca ofereceram publicamente serviços de administração de carteira de valores mobiliários, quer por intermédio de Sociedade em Contas de Participação – SCP quer por qualquer outro meio. Aduzem que nunca captaram valores mobiliários com a finalidade de administrar carteiras e, muito menos, com habitualidade necessária para se exigir uma prévia autorização da CVM para o desempenho de suas atividades.

### **III. Da Acusação**

18. Diante desses fatos, a SIN formulou, em 17.06.2014, Termo de Acusação em face da *Inside* Administradora e Participações Ltda. e dos seus sócios Edmar de Assis e Edmilson de Assis, pelo exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem a prévia autorização da CVM, em infração ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/1976<sup>4</sup>, c/c o art. 3º da Instrução CVM nº 306/99<sup>5</sup>.

19. Para a Acusação, a administração de carteiras de valores mobiliários<sup>6</sup>, segundo os precedentes da CVM, configura-se quando presentes provas atinentes à

gestão, de forma profissional, de recursos entregues ao administrador, com autorização para que ele compre ou venda títulos e valores mobiliários em nome do investidor.

20. Assim, a gestão, por parte dos acusados, dos recursos a eles entregues por vários investidores estaria sobejamente demonstrada pelos fatos até aqui relatados, comprovados pelos documentos fornecidos pelos investidores, vítimas da atuação irregular da *Inside* e dos seus sócios, como se segue.

### III.1 Gestão de Recursos

21. No entender da Acusação, a gestão revela-se primeiro por meio da forma como a *Inside* apresentava-se em seu endereço eletrônico: empresa especializada em gerir investimentos e participações em outras sociedades, conforme informações divulgadas pela própria *Inside*:

*INSIDE – Empresa de Administração de Gestão de Recursos*

*Empresa especializada em gerir seus investimentos e participações em outras empresas, utilizando mecanismos financeiros vigentes no mercado.*

*Visão:*

*Ser reconhecida como uma das melhores empresas de gestão de recursos do país, crescendo de forma sustentável e dando conforto ao patrimônio do nosso sócio participante.*

*Grupo Inside*

*As empresas Inside são especializadas em fazer gestão e administração de recursos dos seus sócios participantes, utilizando-se de várias estratégias para atingir o seu objetivo, que é a melhor rentabilidade e o aumento de patrimônio.*

*Empresa especializada em Gestão de Recursos de Terceiros, visando fazer com o seu patrimônio possa se multiplicar de forma segura e profissional, para isso a Inside conta com as experiências de seus Diretores, que, durante mais de 12 anos, atuaram no mercado, englobando é claro, suas formações e especializações acadêmicas.*

*A empresa faz gestão de produtos que buscam retornos consistentes com o seu nível de risco dentro de um horizonte de curto, médio e longo prazo.*

*A Inside oferece alternativas para investimentos baseados em análises econômicas, Consultoria de gráficos e performance dos investimentos ofertados.*

22. Segundo a SIN, a *Inside* apresentava-se como uma empresa gestora de recursos de terceiros, com o evidente objetivo de atrair investidores interessados em obter retornos mais atrativos, enaltecendo inclusive a experiência de seus sócios.

23. Ao mencionar que atua como “*empresa especializada em gerir seus investimentos e participações em outras empresas*”, a *Inside* refere-se claramente à aplicação em carteira de ações, especificamente em companhias fechadas, investimento típico de um investidor de Fundo de Investimento em Participações (“FIP”).

24. A SIN entende que o poder discricionário foi conferido à *Inside* e aos seus sócios por meio do “Contrato SCP – Sociedade em Conta e Participação”, conforme especificamente previsto na “CLAUSULA VIII – ADMINISTRAÇÃO DA SCP”: “*a SCP será administrada pelo SÓCIO OSTENSIVO, ao qual compete, privativa e individualmente, o uso da firma e a representação ativa, passiva, judicial e extrajudicial da sociedade, além da responsabilidade pelos registros contábeis da mesma*”.



25. A Cláusula IV, alínea "b", do contrato estabelece o valor aportado pelo sócio participante da seguinte forma: "SÓCIO PARTICIPANTE – subscreve e integraliza 50% do capital social da SCP no valor de R\$30.000,00, em moeda corrente no País, neste ato".

26. Além disso, o "Normativo do Grupo Inside" estabelece que o "o lucro do aporte se iniciará no primeiro dia útil após a data da transferência do aporte".

27. Deste modo, a SIN entende que tal modelo operacional não é condizente com a constituição de uma sociedade, uma vez que eram prometidos determinados retornos. O objetivo de uma sociedade em conta de participação necessariamente deveria ser a reunião de recursos para explorar um projeto específico, e os lucros ou prejuízos advindos deveriam estar associados aos resultados destes projetos. No entanto, em nenhum momento, o andamento, ou o resultado dos projetos foram apresentados aos sócios participantes, tampouco os supostos lucros foram de alguma forma associados a eles.

28. Neste sentido, no comunicado divulgado em 28.02.2014, a Inside reconheceu estar sem condições de honrar seus compromissos com os sócios participantes, sem jamais mencionar que eventuais prejuízos dos "projetos" seriam os responsáveis pela difícil situação financeira da empresa, e, assim, deveriam ser suportados pelos sócios participantes na proporção de sua participação no "projeto".

29. A Acusação conclui que a dita "sociedade em conta de participação" era apenas uma forma de mascarar um produto de investimento, no caso uma carteira administrada composta por ações de companhias, sem qualquer registro junto à CVM, oferecido ao mercado pela Inside e por seus sócios, com supostos retornos financeiros fixos mensais, atrativos e completamente desvinculados dos resultados dos "projetos".

30. A SIN cita que a Inside direcionava parcela dos recursos captados de seus clientes para operações em Bolsa de Valores, uma vez que em Inspeção realizada pela Superintendência de Fiscalização Externa ("SFI") junto à Octo CTVM S/A foi constatado que a Inside manteve o maior saldo médio credor na intermediária, no período compreendido entre 31.12.2012 e 31.07.2013. Transcreve-se a seguir trechos do Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-3/Nº 05/2013:

### **1. Saldos financeiros no período de 31.12.12 a 31.07.13**

Dados	Soma	Média	Mediana	Máximo	Mínimo
Quantidade de clientes	15.378				
Quantidade de dias úteis (período de exame)	144				
Saldos Credores Diários		R\$ 87.153.663,98	R\$ 88.411.914,08	R\$ 98.323.256,84	R\$ 72.151.983,22
Saldos Devedores Diários		-R\$ 2.019.286,66	-R\$ 1.760.794,52	-R\$ 4.386.223,92	-R\$ 832.545,90
Saldo Líquido		R\$ 85.134.377,32			
Saldo Médio Credor (por cliente)		R\$ 6.718,50	R\$ 746,23	R\$ 25.426.873,04 (*)	R\$ 0,00
Permanência dos clientes com saldos credores		117 dias úteis	144 dias úteis	144 dias úteis	1 dia útil
Saldo Médio Devedor (por cliente)		-R\$ 2.067,79	-R\$ 22,54	-R\$ 821.004,32	-R\$ 0,01
Permanência dos clientes com saldos devedores		47 dias úteis	23 dias úteis	144 dias úteis	1 dia útil

(\*) Saldo médio da cliente Inside Administradora e Participações Ltda. (29237), instituição não registrada na CVM que teve a suspensão das atividades de administração de carteira de valores mobiliários determinada por meio da Deliberação CVM nº 704, de 28.02.13.

Módulo IFC, Item 3:

Na Tabela IFC-3, apresentamos a permanência e significância dos saldos credores e devedores no período de 31.12.12 a 31.07.13. Na análise desses saldos, identificamos que a *Inside Administradora e Participações Ltda.* (cliente 29237), instituição não registrada na CVM que teve a suspensão das atividades de administração de carteira de valores mobiliários determinada por meio da Deliberação CVM nº 704, de 28.02.13, foi a cliente que apresentou maior saldo médio no período (R\$ 25.426.873,04), sendo seu menor saldo de R\$ 10.000.000,00 em 31.07.13 e seu maior saldo de R\$ 33.878.851,53 em 10.04.13.

III.2 Gestão Profissional

31. Segundo a Acusação, o caráter profissional da atividade exercida pela *Inside* e por seus sócios não pode ser negado, pois as evidências demonstram que a prestação do serviço de administração de carteiras era habitual e continuada.

32. A cláusula IX do contrato de sociedade em conta e participação firmado entre a *Inside* e os seus sócios participantes previa que "pelos serviços que prestarem à sociedade, perceberão os sócios, a título de remuneração Pro Labore, uma importância mensal de igual valor, fixada de comum acordo entre os sócios, que levará à conta de Despesas Gerais" (fls. 105-106). No sentir da SIN, resta claro que a *Inside* era remunerada pela administração das carteiras dos investidores, constituídas sob a forma de sociedades em conta de participação.

33. A Acusação entende também que não há como negar a habitualidade na administração de recursos de terceiros pela *Inside*, em razão dos diversos relatos de investidores. A habitualidade e a remuneração prevista no contrato não deixam dúvida quanto ao caráter profissional da atividade exercida pela *Inside*.

34. Já o caráter continuado da prestação do serviço de administração de carteiras de valores mobiliários pela *Inside* pode ser verificado por meio do extrato da conta de investimento do investidor I.F.M. (fl. 107). Neste documento, é possível identificar que o investidor aportou recursos em 10.10.2012 na conta corrente da *Inside*, que permaneceu administrando aquele recurso até, pelos menos, 25.01.2014.

35. Do mesmo modo, o extrato do investidor M.B.M (fls.96-97) registra aporte de recursos em 10.04.2013, após, portanto, a edição da "Stop Order", com os recursos permanecendo com a *Inside* até pelo menos 26.11.2013.

III.3 Gestão de Recursos entregues ao Administrador

36. Segundo a SIN, o contrato de sociedade em conta de participação serve de prova da entrega de recursos pelos investidores à *Inside* e aos seus sócios. Neste sentido, a Acusação destacou trechos do contrato firmado entre I.F.M. e a *Inside* (fls. 105-106):

*IV – O capital social distribuído equitativamente a razão de 50% (cinquenta por cento) para cada sócio da SCP, pela natureza da atividade da SCP, será representado pelos seguintes componentes:*

*b) SÓCIO PARTICIPANTE – subscreve e integraliza 50% do capital social da SCP no valor de R\$ 30.000,00 (Trinta mil reais), em moeda corrente no País, neste ato;*

37. Para a SIN, o “Normativo do Grupo Inside” demonstra que os investidores disponibilizavam recursos para que fossem geridos pela Inside e por seus sócios, conforme revelam os trechos a seguir transcritos (fl. 124):

*XI - Aportes*

*Os aportes poderão ser realizados a qualquer tempo. Seguir o passo a passo a baixo [sic]:*

*O sócio participante deverá efetuar o lançamento do aporte no site e transferir o recurso para a empresa 'Inside no mesmo dia ou no mais tardar até o 12:00 do dia seguinte.*

*Em caso de Depósito simples enviar e-mail com o comprovante de Depósito digitalizado em anexo para o endereço [documentos@insideadmin.com.br](mailto:documentos@insideadmin.com.br).*

*Em caso de Transferência enviada de conta corrente de terceiros, enviar e-mail com o comprovante digitalizado em anexo para o endereço [documentos@insideadmin.com.br](mailto:documentos@insideadmin.com.br). O Aporte do recurso deverá ser transferido impreterivelmente para a conta da Empresa 'Inside, não efetuar transferências para nenhuma outra conta não identificada pela Empresa.*

*O lucro do aporte se iniciará no primeiro dia útil após a data da transferência do aporte.*

38. A cópia de Transferência Eletrônica Direta (“TED”), no valor de R\$30.000,00, efetuada por M.B.M. em 10.04.2013 à *Inside* também evidencia a entrega de recursos à administração da *Inside* (fls. 95). A referida transferência também aparece no extrato da conta de investimento do investidor junto à *Inside*.

#### III.4 autorização para Compra e Venda de Títulos e Valores Mobiliários

39. Para a SIN, a autorização para a gestão dos recursos está expressa no contrato de sociedade em conta de participação, bem como nas declarações dos investidores.

40. A cláusula VIII do contrato prevê o que se segue (fls. 105-106):

*CLAUSULA VIII – ADMINISTRAÇÃO DA SCP*

*A SCP será administrada pelo SÓCIO OSTENSIVO, ao qual compete privativa e individualmente o uso da firma e a representação ativa, passiva, judicial e extrajudicial da sociedade, além da responsabilidade pelos registros contábeis da mesma.*

41. Para a SIN, não resta dúvida de que se trata de uma autorização conferida pelos investidores à *Inside* para realizar a gestão dos recursos a esta entregues. Além disso, as informações constantes no endereço eletrônico da *Inside* mostram que esta se comprometia a investir recursos dos sócios participantes em empresas por ela selecionadas, com o intuito de remunerar o capital investido (fls. 24-38).

42. Desta forma, e tendo em vista que o objetivo da sociedade era aplicar recursos em participações de empresas de capital fechado, no entender da SIN “resta configurado que se tratava, de fato, da criação e gestão de uma carteira administrada, onde, de forma clara, a *INSIDE* selecionava os ativos a serem adquiridos”.

43. Adicionalmente, a Acusação menciona diversos relatos de investidores que realizaram aportes de recursos na *Inside* com a promessa de retorno fixo mensal, citando, inclusive, taxas de retorno prometidas pela *Inside*. Com efeito, a SIN afirma que a *Inside* “aliciava investidores por meio de oferta pública de produtos de investimento que prometiam altas remunerações mensais aos seus investidores”.

44. Conforme destacado no MEMO/PFE-CVM/GJU-1/Nº613/2010, de 05.11.2010 (fls. 56-59), a SIN lembra que o Código Civil, em seu artigo 166, VI, estabelece ser nulo o negócio jurídico que tenha por intuito fraudar os comandos advindos de lei imperativa, sendo que tal nulidade pode ser alegada por qualquer interessado.

45. A Acusação conclui que todos os requisitos necessários à caracterização da administração de carteiras de valores mobiliários pela *Inside* estão presentes neste caso, o que configura o exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem a prévia autorização da CVM, em infração ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/76<sup>7</sup>, c/c o art. 3º da Instrução CVM nº 306/99<sup>8</sup>.

46. Quanto à participação dos sócios da *Inside* na gestão irregular, a Acusação registra que Edmilson de Assis foi diretor-administrativo da *Inside* e responsável pela página da sociedade na internet, conforme documento de registro do domínio apenso à fl. 39. Já Edmar de Assis foi diretor operacional da sociedade e assinou, por exemplo, contrato de sociedade em conta de participação firmado com o investidor I.F.M. (fls.105-106).

47. Para a Acusação, não resta dúvida que Edmilson de Assis e Edmar de Assis tinham conhecimento e participaram das irregularidades cometidas pela *Inside*, sendo, portanto, responsáveis pelas irregularidades antes mencionadas.

48. A SIN propôs, ademais, a comunicação ao Ministério Público Federal, nos termos do disposto no art. 10, I, da Deliberação CVM nº 538/2008, em razão dos indícios de cometimento do crime de ação penal pública, tipificado no art. 27-E da Lei nº 6.385/76<sup>9-10</sup>. Tal comunicação foi efetuada pela Superintendência Geral da CVM por meio do Ofício CVM/SGE/Nº062/2014, de 28.08.2014 (fl. 201).

#### **IV. Da Manifestação da PFE**

49. Em 28.07.2014, a Procuradoria Federal Especializada – PFE<sup>11</sup> entendeu que a peça acusatória preenchia os requisitos constantes dos artigos 6º<sup>12</sup> e 11<sup>13</sup>, da Deliberação CVM nº 538/2008, ressaltando, também, o cabimento de comunicação ao Ministério Público Federal (fls. 195-198).

#### **V. Da Intimação para Apresentação de Defesa (fls. 200-226)**

50. A *Inside* Administradora e Participações Ltda. foi devidamente intimada para apresentar suas razões de defesa, porém, elas não foram apresentadas (fls. 200-226).

51. Com relação a Edmar de Assis e Edmilson de Assis, foram infrutíferas as tentativas de intimá-los por cartas com aviso de recebimento, e, diante disso, procedeu-se à intimação por meio de edital de intimação, publicado no Diário Oficial da União de 31.10.2014, tendo o prazo para apresentação de defesa transcorrido *in alibis*.

52. Até a data do julgamento deste Processo, não houve manifestação dos acusados.

#### **VI. Da distribuição do processo**

53. Em reunião do Colegiado ocorrida no dia 26.07.2016, fui sorteado como relator deste processo (fls. 235).

É o relatório.

Rio de Janeiro, 08 de novembro de 2016.

Henrique Balduino Machado Moreira  
DIRETOR-RELATOR

-----  
<sup>1</sup> “Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão. §1º - O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente.”

<sup>2</sup> “Art. 3º - A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM.”

<sup>3</sup> Ofícios CVM/SIN/GIA/Nº 4.041, 4.042 e 4.043/2013 (fls. 129-143).

<sup>4</sup> “Art. 23. O exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão. §1º - O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional de recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente.”

<sup>5</sup> “Art. 3º - A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM.”

<sup>6</sup> PAS CVM nº RJ2006/4778, julgado em 17.10.2006.

<sup>7</sup> “Art. 23. O exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão. §1º - O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional de recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente.”

<sup>8</sup> “Art. 3º - A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM.”

<sup>9</sup> “Art. 27-E. Atuar, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, como instituição integrante do sistema de distribuição, administrador de carteira coletiva ou individual, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário, ou exercer qualquer cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento: Pena – detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa.”

<sup>10</sup> Comunicação efetuada por meio do Ofício CVM/SGE/Nº01/2015, de 2.1.2015 (fl. 264).

<sup>11</sup> PARECER/Nº56/2014/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU (fls.218 a 223).

<sup>12</sup> “Art. 6º - Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar:

I – nome e qualificação dos acusados;

II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas;

III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas;

IV – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; e

V – proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso.”

<sup>13</sup> “Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório, ou no termo de acusação, conforme o caso. Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no *caput* sempre que o acusado:

I – tenha prestado depoimento pessoal, ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou

II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.”

## PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/6515

**Acusados:** Inside Administradora e Participações Ltda.  
Edmar de Assis  
Edmilson de Assis

**Assunto:** Exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem a prévia autorização da CVM, em infração ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/76, c/c o art. 3º da Instrução CVM nº 306/99.

**Relator:** Diretor Henrique Balduino Machado Moreira

## V O T O

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN", ou "Acusação") para apurar a responsabilidade de *Inside* Administradora e Participações Ltda. ("*Inside*") e dos seus sócios Edmar de Assis e Edmilson de Assis (em conjunto denominados "Acusados"), pelo exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem a prévia autorização da CVM, em infração ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/76<sup>1</sup>, c/c o art. 3º da Instrução CVM nº 306/99<sup>2</sup>.

2. Como informado no Relatório anexo a este voto, nenhum dos Acusados apresentou defesa, não obstante terem sido regularmente intimados. Desse modo, este voto baseia-se exclusivamente nas provas e nos argumentos apresentados pela área técnica da CVM, bem como na declaração dos Acusados previamente à instauração do processo sancionador.

3. A exigência de autorização da CVM para o exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários está prevista nos mencionados art. 23 da Lei nº 6.385/76 e 3º da Instrução CVM nº 306/99, estando a definição desta atividade estabelecida no parágrafo primeiro do art. 23 da mencionada Lei<sup>3</sup> e no art. 2º da aludida Instrução CVM. De acordo com esse último:

*"Art. 2º - A administração de carteira de valores mobiliários consiste na gestão profissional de recursos ou valores mobiliários sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor."*

4. Segundo o entendimento amplamente consolidado pela CVM<sup>4</sup>, a atividade descrita nesse dispositivo configura-se na presença dos seguintes requisitos: (i) a gestão, (ii) a título profissional, (iii) de recursos entregues ao administrador, (iv) com a autorização para a compra e venda de títulos e valores mobiliários por conta do investidor.

5. Para a Acusação, a simples administração dos recursos de uma sociedade por um dos seus sócios não caracteriza, por si só, a administração profissional de recursos de terceiros. Contudo, no presente caso, a celebração de contratos de sociedade em conta de participação ("SCP") entre a *Inside* e investidores teria servido de biombo para dissimular o exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem registro na CVM.

6. Os Acusados alegaram, na fase prévia à instauração do processo sancionador, que nunca ofereceram publicamente serviços de administração de carteira de valores mobiliários por meio de sociedade em contas de participação, tampouco captaram valores mobiliários com a finalidade de administrar carteiras,

menos ainda, com habitualidade necessária para se exigir prévia autorização para o desempenho de suas atividades.

7. Nenhuma razão assiste aos Acusados.

8. A gestão irregular de recursos de terceiros por parte da *Inside* e dos seus sócios Edmar de Assis e Edmilson de Assis está amplamente respaldada por provas trazidas aos autos pelos incautos investidores, que se deixaram envolver pelo esquema criminoso empreendido pelos Acusados.

9. Os Acusados captavam poupança pública, atraindo investidores por meio da promessa de inescrupulosas rentabilidades, que variavam de cinco a dez por cento ao mês sobre o capital investido, livre de risco, com carência de um ano para o resgate, conforme se depreende de diversos relatos acostados às fls. 77 a 92.

10. Assim, por exemplo, L.M. declarou que "(...) *essa empresa, que tem atraído muitos investidores de São Paulo, mais precisamente situada em Guarulhos, que parece atuar no esquema de pirâmide. Os investidores estão até pegando dinheiro emprestado para investir nessa empresa. Eles fazem várias reuniões presenciais para pegar novos investidores. Eles garantem rentabilidade de 5% a 10% ao mês sem risco e carência de um ano. (...) ao ligar na empresa eles convidam para a palestra onde eles vendem o esquema do 'investimento'*".

11. Da mesma forma, C.S. declarou: "*fui convidada a investir em um fundo multiestratégia Inside Invest [www.insideadmin.com.br](http://www.insideadmin.com.br). Fiquei em dúvida primeiro por não encontrar cadastro na CVM e 2º pelos retornos prometidos, entre 50 e 80 porcentos [sic] ao ano. O investimento inicial é elevado R\$30.000,00 (...)*".

12. Neste mesmo sentido, L.C.H.F. declarou "(...) *existe um suposto fundo de investimentos operando em São Paulo chamado Inside Administradora (...). O site contém informações vagas e genéricas sobre a forma de atuação da empresa, mas existem agentes fazendo divulgação de ganhos fixos de 10 por cento sobre o valor investidor ao mês*".

13. Diante da promessa de rentabilidade bem acima de mercado, investidores depositaram recursos diretamente em conta corrente de titularidade da *Inside*, mantida junto à instituição financeira. Neste particular, e a título de exemplo, o investidor M.B.M. depositou R\$30.000,00 em 10.04.2013 diretamente na conta corrente da *Inside*, conforme faz prova o comprovante de transferência apenso às fls. 95.

14. Além disso, a relação de prestação de serviços de gestão de recursos mantida pela *Inside* com seus clientes está bem caracterizada nos relatórios padronizados emitidos por ela, dos quais consta o nome "Grupo Inside" no cabeçalho, identificação do cliente, número de conta tipo investimento, bem como diversas informações relacionadas à movimentação dos recursos (fls. 96 e 97 e 107).

15. De fato, a leitura do relatório de investimentos do cliente M.B.M. permite identificar o aporte de R\$30.000,00 em 10.04.2013 e sucessivas apropriações de rendimentos e premiações registrados em nome do investidor ao longo do ano de 2013, período no qual M.B.M. manteve relação contratual com a *Inside*.

16. Assim, por meio de registro em sistema próprio, utilizado para controlar individualmente os recursos investidos por seus clientes, nos moldes de uma típica

conta de investimento, a *Inside* registrava débitos e créditos representativos de movimentações financeiras dos investidores; revelando, ao final, o saldo disponível naquela conta. Tais registros demonstram, sem sombra de dúvidas, a habitualidade e o caráter continuado da prestação de serviços pela *Inside*.

17. Cabe destacar que, muito embora, no final do relatório de investimentos de M.B.M., a *Inside* tenha efetuado o lançamento a débito no valor de R\$46.205,63, sob a rubrica "*encerramento do contrato*", o referido investidor afirma nunca ter recebido tais recursos.

18. Do mesmo modo, o investidor I.F.M. requereu, no final de outubro de 2013, o resgate de seus R\$30.000,00 investidos na *Inside*, acrescidos de juros, correção monetária e atualização nos termos do contrato, uma vez que, decorrido o prazo de carência de um ano, a *Inside* não honrou o pagamento acordado com o investidor (fls. 103), fato que traz verossimilhança ao relato do investidor M.B.M.

19. O caráter profissional da atividade desempenhada pela *Inside* e por seus sócios também está bem refletido nas cláusulas contidas no contrato de sociedade em conta de participação. Conforme consta do contrato às fls. 94-95 e 105-106, a *Inside* era responsável pela administração dos recursos depositados pelos investidores e, para tanto, fazia jus a remuneração fixa mensal.

20. E, como se viu no relatório anexo a este voto, os recursos depositados pelos investidores foram direcionados pela *Inside* para operações no mercado de capitais por meio da Octo CTVM S/A, conforme faz prova o Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-3/Nº 05/2013 (fls. 158-193).

21. Diante desses fatos, e como declarado pela própria Acusada<sup>5</sup>, não há dúvidas de que a *Inside* e os seus sócios, Edmar de Assis e Edmilson de Assis, administraram recursos de terceiros sem o registro na CVM.

22. Deste modo, ainda que a *Inside* tenha se utilizado do instituto da sociedade em conta de participação para dar aparência de que se estava diante de um projeto de investimento em comum, o que se verifica dos fatos é a celebração de um contrato de administração de recursos, que colocava, de um lado, o investidor, que se obrigava a entregar recursos, e, de outro, a *Inside*, a quem competia a gestão, com exclusividade, destes recursos, mediante o pagamento de remuneração fixa mensal.

23. O Colegiado da CVM já enfrentou questão semelhante no julgamento do PAS CVM nº RJ2012/9490, julgado em 10.03.2014, quando, por unanimidade, condenou pessoas que igualmente se utilizaram de sociedades em conta de participação para viabilizar o exercício irregular de administração de carteira de valores mobiliários. Naquela oportunidade, a Diretora Luciana Dias destacou que:

*"... ainda que as negociações não fossem realizadas diretamente em nome dos investidores [e sim em nome da sócia ostensiva], as evidências apresentadas pela Acusação me convencem de que as operações eram realizadas com os recursos e no interesse dessas pessoas, que assumiam todo o risco envolvido nessas operações."*

24. Em suma, as provas amealhadas aos autos são suficientes para concluir que a *Inside* e os seus sócios Edmar de Assis e Edmilson de Assis exerceram a atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários. Como não dispunham de registro na CVM para o exercício dessa atividade, ficou caracterizada



a infração ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/76 e no art. 3º da Instrução CVM nº 306/99.

25. Cabe destacar, por oportuno, que o exercício não autorizado da atividade de administração de carteira de valores mobiliários constitui infração grave, nos termos do art. 18 da Instrução CVM nº 306/99<sup>6</sup>.

26. A autorização prévia para o exercício dessa atividade traduz importante mecanismo de proteção da poupança pública, destinada a promover a confiança dos investidores nos profissionais responsáveis pela administração de seus recursos. Consciente da gravidade da atuação de agentes não habilitados para o mercado de capitais, o legislador inseriu essa conduta no rol dos crimes cometidos contra o mercado de capitais<sup>7</sup>.

27. Com efeito, o exercício irregular dessa atividade representa sério risco de prejuízo aos investidores, como ocorreu no presente caso. A *Inside* e os seus sócios Edmar de Assis e Edmilson de Assis, que também eram diretores operacionais da sociedade, seduziam investidores a colocar recursos sob sua administração, com promessas de inescrupulosas rentabilidades, fazendo-lhes crer que eram profissionais especializados em gestão de valores mobiliários, quando, em realidade, não preenchiam o requisito essencial para o exercício da atividade: a autorização do órgão regulador.

28. E o caso revela-se ainda mais grave porque os acusados se valeram da confiança dos investidores para se locupletarem, pois, como as provas dos autos não deixam dúvida, a *Inside* e os seus sócios desapareceram com os recursos a eles confiados, causando graves prejuízos aos investidores.

29. Cuida-se, portanto, de conduta ilícita a merecer resposta sancionadora adequada, de forma a repreender e emendar agentes que, à revelia do regular registro da atividade profissional de gestão de recursos de terceiros, praticaram ilícito com evidente intenção de obter vantagem econômica indevida daqueles que investem no mercado de valores mobiliários.

30. Como se sabe, a CVM pode aplicar as penalidades administrativas que estão expressamente previstas no art. 11 da Lei nº 6385/76, devendo a apenação proporcionar efeito educativo e preventivo em relação aos demais agentes do mercado de capitais<sup>8</sup>, sob pena de a Autarquia ver frustrada sua competência legal<sup>9</sup> ao não desestimular condutas que por lei tem obrigação de coibir. Transcreve-se o dispositivo legal citado:

*"Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:*

*I - advertência;*

*II - multa;*

*III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;*

*IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;*

*V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;*

*VI - cassação da autorização ou registro indicados no inciso anterior;*

*VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;*

*VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades, ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;*

*VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta, ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários”*

31. Neste ponto, embora o Colegiado já tenha se manifestado contrariamente à possibilidade da cumulação das penalidades previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76, no julgamento do PAS 24/2000<sup>10</sup>, em 18.08.2005, a questão merece nova reflexão por este tribunal administrativo.

32. Com efeito, mesmo numa interpretação literal, não há na expressa dicção do art. 11 da Lei nº 6.385/76 qualquer elemento que se permita concluir pela impossibilidade de cumulação das penas ali descritas. Ao contrário, o *caput* do dispositivo é claro ao conferir a esta CVM o poder para aplicar aos infratores todas as penalidades elencadas em seus incisos.

33. Além disso, e ainda sob a ótica literal, quando o legislador entendeu que a cumulação seria desproporcional, ele expressamente indicou que as penas poderiam ser aplicadas exclusivamente na modalidade alternativa. É o que se verifica no parágrafo segundo do mesmo dispositivo, *in verbis*:

*“§2º - Nos casos de reincidência, serão aplicadas, alternativamente, multa nos termos do parágrafo anterior, até o triplo dos valores fixados, ou penalidade prevista nos incisos III a VIII do caput deste artigo.” (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)*

34. Assim, o legislador escolheu a hipótese especial do parágrafo segundo para impedir a aplicação cumulada do triplo do valor da multa com as penalidades previstas nos incisos III a VIII do *caput* do artigo 11. Aliás, o legislador expressamente utiliza a conjunção alternativa “ou” e o advérbio “alternativamente” para diferenciar a forma de aplicação das penas previstas no *caput* da forma de aplicação das penas previstas no parágrafo.

35. Dessa forma, se a Lei quisesse prever a aplicação alternativa das penas previstas no *caput*, ela o teria feito expressamente, como o fez na redação do parágrafo segundo do mesmo artigo. Não cabe ao intérprete inovar onde a lei não inovou.

36. A mesma conclusão deve alcançar o intérprete da norma sob o prisma teleológico e sistemático. Vale trazer à lume a precisa manifestação da Diretora Norma Parente em voto-vencido no já citado PAS 24/2000, de 18.08.2005:

*“No caso da CVM, no artigo 11 da Lei nº 6.385/76, onde são estabelecidas as penalidades, não há essa previsão de tipicidade. É elencada a lista de penalidades que podem ser impostas aos infratores das normas que cumpre à CVM fiscalizar, mas é dada uma ampla liberdade ao aplicador. Apenas em dois momentos, há uma exceção a essa regra geral estabelecida nesse artigo. O*

*primeiro deles é com relação aos casos de reincidência (§2º) em que se admite que a multa a ser aplicada pode ser aumentada em três vezes. Outra exceção, no caso de reincidência, é a possibilidade de aplicação de penalidades destinadas a infrações consideradas graves (§3º) a qualquer tipo de infração. Nesse caso, ainda que tenha sido praticada uma infração muito pequena, permite-se a aplicação de uma penalidade grave.*

*Assim, ainda que as penalidades graves sejam aplicadas nos casos de infrações graves, previamente definidas, no caso de reincidência, pode-se aplicar penas graves ou triplicar a multa mesmo que seja pequena a infração. São, portanto, normas de exceção que devem ser interpretadas restritivamente. Diante da liberdade que a CVM tem de dosar a pena, podendo aplicar quaisquer das penalidades previstas no artigo 11, parece-me que haveria um certo contra-senso se não se pudesse, num caso que teve repercussão financeira, aplicar multa e suspensão de atividades. Nos casos que têm repercussão financeira, entendo que a multa tem sua importância porque houve uma lucratividade, nem sempre fácil de ser apurada. Neste caso, a sanção financeira pode ser mais importante do que uma outra sanção não financeira, principalmente quando o indiciado já estiver fora do mercado. No entanto, a concomitância com a sanção de inabilitação ou de suspensão é útil para evitar que essas pessoas possam retornar ao mercado. A meu ver, a conjugação de penalidades, ao contrário do que se possa imaginar, pode ser até benéfica para quem for apenado. Pode ocorrer que a suspensão ou inabilitação seja reduzida em função justamente da cumulatividade com a multa. Então, parece-me que nada impede que se avalie, se pese e contrapese as penalidades possíveis para, afinal, aplicar ao infrator uma ou mais de uma combinada, por entender que a cumulação pode melhor atingir o objetivo da norma e assim estar-se-á fazendo justiça. Na prática, na CVM, este sistema já vem sendo usado, mas limita-se aos casos em que são imputadas duas infrações, quando por uma aplica-se multa e por outra a suspensão”*

37. Com razão, considerada a ampla variedade típica das infrações administrativas regulamentadas pela CVM, no estrito cumprimento da Lei, não há qualquer sentido em simultaneamente restringir a forma de aplicação das penas previstas. Ao contrário, tal limitação restringe seu poder de polícia ao tornar ineficazes as suas multas, indo de encontro aos objetivos da norma sancionadora.

38. No caso em exame neste processo, seria ineficaz aplicar somente a pena de multa, permitindo que agentes como os Acusados pudessem continuar atuando, direta, ou indiretamente, nos mercados regulados pela CVM, mesmo após terem apresentado comportamento tão reprovável na administração irregular de recursos de terceiros.

39. Do mesmo modo, apenas aplicar proibição temporária para atuar nos mercados regulados não seria suficiente para, isoladamente, atingir as finalidades pedagógica e repressiva da pena, haja vista o locupletamento dos Acusados, o que torna indispensável reprimenda de cunho patrimonial.

40. Assim, a sanção para atingir seus fins no presente caso deve compreender, necessariamente, aspectos de cunho pecuniário e de interdição de direitos dos agentes, uma vez que os Acusados atacaram gravemente um importante bem jurídico protegido pela CVM, qual seja, a confiabilidade dos investidores no mercado de valores mobiliários.

41. É importante destacar, nesta seara, que não se pretende aplicar sanção mais gravosa para os Acusados a partir da cumulação de penalidades. Trata-se, em verdade, de aplicar sanção mais adequada ao fato típico administrativo, ponderando as formas de penalidade e evitando uma possível sobrevalorização de determinada pena.

42. Também não se trata aqui de aplicar duas penalidades para o mesmo fato típico. Vale a lição de Rafael Munhoz de Mello<sup>11</sup>:

*"... o princípio do non bis in idem, por outro lado, não veda ao legislador a possibilidade de atribuir mais de uma sanção administrativa a uma mesma conduta. Foi afirmado acima que a sanção que atende ao princípio da proporcionalidade é a prevista no ordenamento jurídico: o legislador, observadas as normas constitucionais, define as medidas sancionadoras adequadas e proporcionais para cada situação de fato. Se estabelece a lei formal múltiplas sanções para uma mesma conduta, são elas as sanções adequadas e proporcionais, não sendo sua aplicação ofensiva ao princípio do non bis in idem."*

43. Tampouco se vislumbra qualquer prejuízo processual para os Acusados. É cediça a jurisprudência, segundo a qual o réu se defende dos fatos e não de sua capitulação jurídica<sup>12</sup>.

44. Por fim, destaco que o Superior Tribunal de Justiça, no exame do Recurso Especial nº 1.130.103, de relatoria do Ministro Castro Meira, em 19.08.2010, já se manifestou pela legalidade da aplicação cumulativa das penas descritas no art. 11 da Lei nº 6.835/76. Transcreve-se a ementa, por si só, esclarecedora:

*RECURSO ESPECIAL. REVISÃO. FATOS. SÚMULA 07/STJ. PROPORCIONALIDADE. ARTIGO 11, §1º, DA LEI N.º 6.385/76. TRINTA POR CENTO DO VALOR DA OPERAÇÃO IRREGULAR. POSSIBILIDADE. PROPORCIONALIDADE. MULTA. INTERDIÇÃO TEMPORÁRIA DO EXERCÍCIO DA ATIVIDADE DE ADMINISTRADOR. CUMULATIVIDADE. CABIMENTO. PROIBIÇÃO DA PROTEÇÃO DEFICIENTE AOS BENS JURÍDICOS. INTERPRETAÇÃO SISTEMÁTICA E TELEOLÓGICA. CABIMENTO. PODER DE POLÍCIA. DISCRICIONARIEDADE.*

*1. Os recorrentes realizaram operação de mútuo com "holdings" familiares, na época em que ocupavam concomitantemente as funções de administradores e sócios controladores da pessoa jurídica, contudo, na contabilidade da empresa, fizeram registrar esta operação como se fosse "saldo a receber de clientes", ao invés de a lançarem como mútuo, razão pela qual a Comissão de Valores Mobiliários aplicou-lhes as sanções de multa e de inabilitação para o exercício do cargo de administrador, pelo prazo de dez anos, com base nos artigos 117 e 153, da Lei n.º 6.404/76, e 11 da Lei n.º 6.385/76.*

*2. Pretendem anular a multa que lhes foi imposta pela Comissão de Valores Mobiliários, sustentando a ilegitimidade e a ilegalidade da sanção, devido à inexistência de conduta ilícita e porque o montante fixado seria supostamente desproporcional em relação ao desvalor da conduta e aos elementos fáticos do caso concreto.*

*3. É cediço que o recurso especial não se presta à reapreciação do conjunto probatório dos autos, razão pela qual torna-se defeso aferir a compatibilidade fática das condutas dos recorrentes às infrações tipificadas nos artigos 117 e 153, da Lei n.º 6.404/76, ou a gravidade do dano decorrente de atos societários perpetrados. Inteligência da Súmula 07/STJ.*

*4. Por outro lado, nos termos do art. 11, §1º, da Lei n.º 6.385/76, a multa aplicada pela CVM não poderá ser superior ao maior dos seguintes valores: quinhentas vezes o valor nominal de 01 ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional) ou 30% do valor da operação irregular. Assim, o limite da sanção será a cifra que se mostrar superior no caso concreto: se o valor correspondente a 30% do valor da operação irregular for superior a quinhentas vezes o valor de 01 ORTN, deverá prevalecer tal fator de cálculo, para o teto da multa.*

*5. A CVM não estava obrigada a aplicar o menor valor da multa, que corresponderia a quinhentas ORTNs, pois a Lei n.º 6.385/76 apenas determina que a sanção não poderia ultrapassar o maior dos tetos previstos no art. 11, §1º.*

*6. Deve-se assegurar ao Poder Judiciário a apreciação da razoabilidade da atuação administrativa, porém, este não pode simplesmente substituir a mens legis, inovando ou*

*indo além do que o Legislativo previu, sob pena de usurpação da função do legislador e de completo menoscabo ao regime de tripartição de Poderes.*

*7. Os recorrentes também sustentam ter ocorrido bis in idem, pois a Comissão de Valores Mobiliários aplicou as sanções de multa e de interdição temporária do exercício da atividade de administrador, cumulativamente, em vista da mesma conduta ilícita, imputada aos agentes econômicos.*

*8. As penalidades de multa e de interdição temporária do exercício da atividade de administrador foram impostas de maneira simultânea, justamente porque as infrações foram praticadas quando os recorrentes ocupavam, cumulativamente, funções diversas no âmbito da sociedade: como administradores e sócios controladores.*

*9. Constatou-se falta de transparência na realização da operação financeira em destaque, com impacto direto sobre o patrimônio da empresa e sobre o direito à informação dos acionistas minoritários, quando a companhia encontrava-se sob orientação decisiva dos recorrentes, acionistas controladores e administradores à data dos fatos.*

*10. No atual cenário da economia nacional e internacional, altamente dependente da saúde financeira do setor empresarial, a eticidade nas relações interna corporis das companhias é bem jurídico igualmente digno de tutela, por meio do estímulo à segurança e à transparência das operações financeiras. Por tais motivos, urge aplicar-se o princípio da confiança, a fim de resguardar a boa-fé dos sócios minoritários, bem como de toda a comunidade, diante de eventuais situações jurídicas geradas por um comportamento desleal dos administradores e sócios controladores das pessoas jurídicas.*

*11. A Lei das Sociedades por Ações também é informada por essa principiologia, como se extrai da Exposição de Motivos n.º 196, de 24 de junho de 1976, segundo a qual a responsabilidade social que passou a ser exigida dos acionistas controladores e dos administradores das pessoas jurídicas impõe-lhes comportamento idôneo e probo, conforme as diretrizes lançadas nos artigos 116, 117, 153 e 154, da Lei n.º 6.404/76.*

*12. Seria completamente desproporcional aplicar somente a pena de multa, mantendo-se os agentes na direção da empresa, quando estes agiram ilicitamente na gestão dos recursos da sociedade. Por outro lado, a pura interdição temporária do exercício da atividade de administrador também mostrar-se-ia desproporcional, já que, isoladamente, não seria suficiente para repreender e emendar agentes econômicos que, às custas da regularidade do mercado de valores mobiliários, praticaram ilícitos visando ao seu locupletamento. Deste modo, é crucial a medida de cunho patrimonial como reprimenda adequada para o intento de lucro desmedido.*

*13. Para o cumprimento das atribuições da Comissão de Valores Mobiliários, não se mostra razoável limitar o uso das sanções disponíveis ao poder de polícia dessa autarquia, quando a lei assim não fez. O silêncio do art. 11 da Lei n.º 6.385/76, quanto à possibilidade de aplicação cumulativa de sanções, antes de representar espécie de "silêncio eloquente", a impedir tal espécie de apenação, deve ser interpretado como técnica legislativa, voltada justamente a assegurar o exercício efetivo das funções técnicas da CVM, diante de ilícitos de jaez tão complexo e aprimorado, devido às peculiaridades do mercado em destaque.*

*14. Ciente dos desafios que o exercício do poder de polícia impõe à Administração Pública, no referente à interpretação dos fatos e à escolha dos meios mais adequados para restringir e condicionar a liberdade dos cidadãos, com vistas ao interesse público, a doutrina brasileira tende a atribuir-lhe o caráter discricionário, máxime quando a lei não detalha a forma como tal prerrogativa pública deverá ser desempenhada, o que ocorre no caso dos autos.*

*15. Recurso especial em parte conhecido e, nesta parte, não provido.*

45. Como bem decidido pelo Tribunal Superior, a interpretação do referido art. 11 deve levar em conta as finalidades do exercício do poder de polícia da CVM, com vistas à proteção e à guarda dos bens jurídicos e dos fins sociais previstos pela Lei nº 6.385/76, garantindo, assim, o exercício efetivo, autônomo e independente das funções da Autarquia, sob pena de ver frustrada suas competências.

46. Diante do amparo legal à liberdade de a CVM dosar a aplicação das reprimendas previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/76, a conjugação de penalidades pecuniária e de interdição de direitos, impõe-se necessária para atingir os objetivos do referido diploma legal e fazer justiça no presente caso.

47. Por todo o exposto, voto:

a) com fundamento no art. 11, incisos II e VIII, da Lei nº 6.385/76 e no art. 18 da Instrução CVM nº 306/99, pela condenação de Edmar de Assis à pena (i) de multa de R\$300.000,00 e (ii) de proibição temporária pelo prazo de sete anos para atuar, direta, ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação nos mercados de bolsa em funcionamento no Brasil, por infração ao prescrito no artigo 3º da Instrução CVM nº 306/99 e no art. 23 da Lei nº 6.385/76;

b) com fundamento no art. 11, incisos II e VIII, da Lei nº 6.385/76 e no art. 18 da Instrução CVM nº 306/99, pela condenação de Edmilson de Assis à pena (i) de multa de R\$300.000,00 e (ii) de proibição temporária pelo prazo de sete anos para atuar, direta, ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação nos mercados de bolsa em funcionamento no Brasil, por infração ao prescrito no art. 3º da Instrução CVM nº 306/99 e no art. 23 da Lei nº 6.385/76;

c) com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/76 e no art. 18 da Instrução CVM nº 306/99, pela aplicação de pena de R\$300.000,00 à *Inside Administradora e Participações Ltda.*, por infração ao prescrito no art. 3º da Instrução CVM nº 306/99 e no art. 23 da Lei nº 6.385/76.

48. Proponho comunicar o resultado deste julgamento à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício/CVM/SGE/Nº 062/2014 (fls. 201), para as providências que julgar cabíveis no âmbito de sua competência.

49. Proponho, ainda, que, uma vez transitada em julgada, a decisão proferida neste processo seja comunicada à BM&FBOVESPA, para adoção das providências que julgar cabíveis.

Rio de Janeiro, 22 de novembro de 2016.

Henrique Balduino Machado Moreira  
DIRETOR-RELATOR

-----  
<sup>1</sup> “Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão. §1º - O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional de recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente.”

<sup>2</sup> “Art. 3º - A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM.”

<sup>3</sup> “Art. 23. (...) §1º - O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente.”

<sup>4</sup> V., entre outros, PAS CVM RJ2006-4778, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio, julgado em 17.10.2006; PAS CVM RJ-2008-10181, Dir. Rel. Eli Loria, julgado em 31.3.2009; PAS CVM RJ-2009-10246, Dir. Rel. Alessandro Broedel Lopes, julgado em 9.11.2010; PAS CVM RJ-2011-940, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 10.7.2012; PAS CVM-RJ-2012-9490, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 10.3.2015; PAS CVM RJ-2014-11558, Dir. Rel. Pablo Renteria,

julgado em 11.8.2015; PAS CVM RJ-2014-8297, Dir. Pablo Renteria, julgado em 8.9.15; e PAS CVM RJ , Dir. Pablo Renteria, 2014/2797, julgado em 27.9.15.

<sup>5</sup> Neste sentido, conforme informações divulgadas no site da *Inside* – “*Empresa de Administração de Gestão de Recursos. Empresa especializada em gerir seus investimentos e participações em outras empresas utilizando mecanismos financeiros vigentes no mercado. Visão: Ser reconhecida como uma das melhores empresas de gestão de recursos do país, crescendo de forma sustentável e dando conforto ao patrimônio do nosso sócio participante. Grupo Inside: As empresas Inside são especializadas em fazer gestão e administração de recursos dos seus sócios participantes, utilizando várias estratégias para atingir o objetivo que é a melhor rentabilidade e o aumento de patrimônio. Empresa especializada em Gestão de Recursos de Terceiros, visando a fazer com que o seu patrimônio possa se multiplicar de forma segura e profissional. Para isso, a Inside conta com as experiências de seus Diretores que, durante mais de 12 anos, atuaram no mercado, englobando, é claro, suas formações e especializações acadêmicas*”.

<sup>6</sup> Art. 18 - Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, §3º, da Lei nº 6.385/76, o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários por pessoa natural ou jurídica não autorizada, nos termos desta Instrução. (...).

<sup>7</sup> Lei nº 6.385/76: Art. 27-E. Atuar, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, como instituição integrante do sistema de distribuição, administrador de carteira coletiva ou individual, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário, ou exercer qualquer cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento: (Artigo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001). Pena-reclusão, de seis meses a dois anos, e multa. (incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

<sup>8</sup> Segundo o §4º do art. 9º da Lei nº 6.385/76: “*Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão deverá dar prioridade às infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado.*”

<sup>9</sup> Art. 4º da Lei nº 6.385/76: “*O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I – estimular a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários.*”

<sup>10</sup> Naquela oportunidade, prevaleceu o voto do Diretor Marcelo Trindade, segundo o qual: “*Parece-me que essa aplicação cumulada não encontra amparo na lei, data venia, do que é indício muito forte o fato de que, nos quase trinta anos de existência desta autarquia, nunca terem sido aplicadas, com base no art. 11 da Lei 6.385/76, duas penalidades pela mesma conduta. (...) O caput do art. 11 da Lei 6.385/76, antes de enunciar, em seus incisos, as penas que a CVM pode impor administrativamente, estabelece: "A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedade por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades". Vê-se, então, que o legislador não tratou, ao menos explicitamente, da possibilidade de as sanções lencadas nos incisos daquele artigo serem aplicadas de forma cumulativa. (...) Para entender-se possível a cumulação das penas previstas no art. 11 da Lei 6.385/76 por uma mesma conduta, seria necessário argumentar com a ausência de disposição expressa quanto à alternatividade das sanções ali previstas, como se isto, a contrario sensu, tornasse possível a cumulação. Ocorre que essa interpretação ampliativa, e não restritiva, do texto legal, quando se trata de apenas mais severamente os indiciados, não parece adequada ao estado democrático, data venia. Além disto, mesmo uma análise da literalidade da lei impõe, a meu juízo, a conclusão pela impossibilidade de cumulação. Com efeito, a análise dos incisos do art. 11 da Lei 6.385/76 revela uma clara gradação entre as penas, da mais branda para a mais severa. (...) A esses argumentos adiciona-se outro, muito específico, mas igualmente revelador, relativo à nova redação do §2º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, dada pela Lei 9.457/76. Diz a regra: "§2º - Nos casos de reincidência serão aplicadas, alternativamente, multa nos termos do parágrafo anterior, até o triplo dos valores fixados, ou penalidade prevista nos incisos III a VII do caput deste artigo." (grifou-se) Assim, para os casos de reincidência — casos mais graves, portanto, em que deve haver uma atuação mais contundente do Estado e, por consequência, uma aplicação de sanção mais gravosa — está expressamente previsto que, ainda assim, as penalidades serão aplicadas de forma alternativa: ou a pena de multa ou uma das penalidades previstas nos incisos III a VII do caput do artigo. (...) Em outras palavras: quando a lei quis permitir a cumulação, seja no direito penal, seja no administrativo, fê-lo expressamente, e, nesses casos, adotando todas as salvaguardas contra a tentação da aplicação não ponderada, ou não proporcional, das penas cumuladas.”*

<sup>11</sup> Princípios constitucionais de Direito Administrativo Sancionador: as sanções administrativas à luz da Constituição Federal de 1988. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 212.

<sup>12</sup> STJ - RECURSO ORDINÁRIO EM MANDADO DE SEGURANÇA RMS 21268 PR 2005/0216429-2, DOU de 28/04/2008, Relator Ministro Francisco Falcão.

**Declaração de voto do Diretor Pablo Renteria na continuação da Sessão de Julgamento do PAS CVM nº RJ2014/6515 realizada no dia 15 de dezembro de 2016.**

1. Senhor Presidente, acompanho o voto do Diretor-Relator, pois também estou convencido de que os acusados infringiram o disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/76, combinado com o art. 3º da Instrução CVM nº 306/99.

2. Divirjo, contudo, da aplicação cumulada de penalidades pela prática de uma única infração. Em linha com o precedente deste Colegiado<sup>1</sup>, entendo que tal prerrogativa não encontra amparo na lei. Ainda que se possa controverter os limites do princípio da legalidade, dada a complexidade e a maleabilidade da ordem jurídica vigente, parece-me necessário observar estritamente as disposições legais, ao menos em matéria punitiva, por cuidar-se de atividade estatal que sempre recebeu do constituinte o mais intenso controle.

3. Por maior que seja o espaço reservado à CVM na definição da penalidade apropriada para cada infração, prevalece, no estado democrático de direito, o princípio da tipicidade das sanções administrativas, cumprindo, assim, respeitar os contornos estabelecidos pelo legislador para o exercício da atividade punitiva<sup>2</sup>. Por isso que a ausência de previsão explícita na Lei nº 6.385/76 traduz, a meu ver, argumento relevante contra a possibilidade de cumulação de penalidades pela CVM, até porque, em outras searas do direito punitivo, notadamente no direito penal, a cumulação é precedida de expressa autorização legislativa.

4. Além desse argumento de ordem geral, há outro, mais específico, que se refere ao fato de o legislador ter expressamente vedado a cumulação de penalidades nas hipóteses de reincidência. Vê-se, com efeito, que o art. 11, §2º, da Lei nº 6.385/76 prevê que *"nos casos de reincidência serão aplicadas, alternativamente, muito nos termos do parágrafo anterior, até o triplo dos valores fixados, ou penalidade prevista nos incisos III a VIII do caput deste artigo"*.

5. Diante disso, a interpretação favorável à possibilidade da cumulação conduziria à coexistência, no âmbito do mesmo regime sancionador, de tratamentos discrepantes sem que haja, a meu ver, razão que justifique, nesse tocante, regras diferentes para acusados primários e reincidentes. Como se sabe, a ordem jurídica é unitária, cabendo ao intérprete aplicar as suas normas de maneira a assegurar a coerência do sistema jurídico. Por isso que me parece mais consistente a interpretação que, prestigiando a orientação manifestada pelo legislador, considera a proibição à cumulação de penalidades igualmente aplicável às hipóteses de primariedade.

6. Quanto ao fato de o Superior Tribunal de Justiça já ter-se manifestado favoravelmente à legalidade de cumulação de penas pela CVM<sup>3</sup>, entendo que a relevância do precedente judicial deva ser tomada com cautela. Primeiro, porque se trata de um único acórdão, de maneira que não se pode considerar a questão pacificada em nosso Judiciário. Note-se, ademais, que, no referido acórdão, o STJ enfrentou a questão de maneira acidental, visto que o recurso especial, apreciado na oportunidade, não cuidava, a rigor, da possibilidade de cumulação de penalidades, mas, do cabimento de aplicação simultânea de duas penalidades pela CVM a indivíduos que, desempenhando cumulativamente as funções de acionista controlador e de administrador de companhia aberta, agiram, de um lado, em abuso de poder de controlador (art. 117) e, de outro, em desvio do poder (art. 154 da Lei nº 6.404/76). Ou seja, no caso examinado pelo STJ, a CVM havia aplicado uma única penalidade para cada infração apurada.

7. Segundo, porque, em razão da independência entre os Poderes, é lícito a este Colegiado acolher a opinião jurídica que lhe pareça mais apropriada. E, nesse



tocante, com o devido respeito à opinião divergente, estou convencido, pelas razões já expostas, que a cumulação de penalidades pela CVM, em relação a uma única infração, não tem respaldo legal.

8. Sendo assim, e retornando ao caso concreto ora em apreço, verifica-se a atuação inescrupulosa de administradores de carteira irregulares, que se aproveitaram da confiança alheia para se locupletarem, causando graves prejuízos a seus clientes. Em casos como este, entendo, em linha com precedentes recentes deste Colegiado<sup>4</sup>, que deve ser aplicada a penalidade mais apta a proteger os investidores, evitando-se que os infratores façam novas vítimas e abalem ainda mais o funcionamento hígido do mercado de valores mobiliários.

9. Desse modo, voto nos seguintes termos:

a) Com fundamento no art. 11, inciso VIII, da Lei nº 6.385/76, pela condenação de Edmar de Assis à penalidade de proibição temporária pelo prazo de sete anos para atuar, direta, ou indiretamente, em qualquer modalidade de operações nos mercados de bolsa em funcionamento no Brasil, por infração ao prescrito no art. 3º da Instrução CVM nº 306/99, c/c o art. 23 da Lei nº 6.385/76; e

b) Com fundamento no art. 11, inciso VIII, da Lei nº 6.385/76, pela condenação de Edmilson de Assis à penalidade de proibição temporária pelo prazo de sete anos para atuar, direta, ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação nos mercados de bolsa em funcionamento no Brasil, por infração ao prescrito no art. 3º da Instrução CVM nº 306/99, c/c o art. 23 da Lei nº 6.385/76.

10. Esclareço que o período da proibição leva em consideração a singular gravidade dos fatos apurados neste processo.

11. Quanto à penalidade a ser aplicada à Inside Administradora e Participações Ltda., acompanho o voto do Diretor-Relator.

12. Por fim, e sem embargo do exposto acima, permito-me dizer, sob a ótica de *lege ferenda*, que a possibilidade de aplicação cumulada de penalidades parece mesmo ser útil à repressão dos ilícitos perpetuados no mercado de valores mobiliários, uma vez que autorizaria a autarquia a agir de maneira mais efetiva e proporcional a certas infrações, especialmente quando resta comprovada, nos autos, a obtenção de ganho financeiro pelo infrator. Com efeito, a depender das circunstâncias, a cumulação de multa pecuniária com alguma penalidade restritiva de direito faria com que o processo sancionador da CVM produzisse, de maneira mais contundente, o efeito dissuasório que dele se espera.

13. Diga-se, por oportuno, que a CVM deflagrou, recentemente, a elaboração de proposta de alteração da Lei nº 6.385/76 destinada ao aperfeiçoamento do regime sancionador do mercado de valores mobiliários. Tal proposta, que ainda se encontra em análise no âmbito do Poder Executivo, prevê, justamente, a possibilidade de aplicação cumulada de penalidades em relação a uma mesma infração administrativa, entre outras medidas destinadas a robustecer a capacidade da autarquia de fazer frente à prática de ilícitos que colocam em risco a formação da poupança pública e o bom funcionamento do mercado.

14. No entanto, enquanto tal reforma não for promovida, há de serem observadas as regras legais que regem, atualmente, o poder punitivo da CVM.

15. É como voto.

Rio de Janeiro, 15 de dezembro de 2016.

Pablo Renteria  
DIRETOR

-----  
<sup>1</sup> PAS CVM nº 24/2000, Relator- Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 18.08.2005.

<sup>2</sup> A propósito, confira-se: “O Direito Administrativo Sancionador, como desdobramento do Direito Punitivo, encontra-se subordinado ao princípio da legalidade das infrações e das penas. Tal princípio está encartado no Estado Democrático de Direito e resulta da crescente unidade do Direito Punitivo. Da legalidade decorre a tipicidade do ato sancionador com o consequente processo punitivo sujeito ao princípio geral da tipicidade das infrações e sanções, o que equivale a dizer que se trata, *in casu*, de compromisso não apenas com o ideário da legalidade, mas, também, com o da previsibilidade das proibições (segurança jurídica)” (Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch, *Mercado de Capitais: Regime Sancionador*, São Paulo, Saraiva, 2012, pág. 48).

<sup>3</sup> V.Resp. nº 1.130, Rel. Min. Castro Meira, julgado em 19.08.2010.

<sup>4</sup> Cf., entre outros, PAS CVM números RJ2015/1034, Relator Diretor Roberto Tadeu, julgado em 26.08.2016 e RJ2014/2797, Relator Diretor Pablo Renteria, julgado em 27.11.2016.

**Declaração de voto do Diretor Gustavo Tavares Borba no encerramento da Sessão de Julgamento do PAS CVM nº RJ2014/6515 realizada no dia 15 de dezembro de 2016.**

1. Embora eu não tenha dúvida de que seria salutar a possibilidade de cumulação das penas, de modo a permitir a escolha da dosimetria mais adequada para cada caso concreto, entendo que, considerando os termos do art. 11 e seus parágrafos, da Lei 6.385/76, essa opção exegética não estaria dentro da moldura interpretativa possível para os dispositivos em questão.

2. De fato, lendo-se apenas os termos abertos do *caput* do art. 11 da Lei 6.385/76, poder-se-ia chegar à interpretação de que as penas poderiam ser cumuladas quando compatíveis (v.g., multa e inabilitação)<sup>1</sup>.

3. Contudo, quando se passa para o §2º do mesmo dispositivo, chega-se à conclusão inversa, em virtude de o referido parágrafo possuir a seguinte redação:

§2º - Nos casos de reincidência, serão aplicadas, alternativamente, multa nos termos do parágrafo anterior, até o triplo dos valores fixados, ou penalidade prevista nos incisos III a VIII do *caput* deste artigo. (g.n)

4. Assim, analisando os dispositivos da Lei nº 6.385/76 de forma sistemática, bem como levando em conta a matéria envolvida (penalidade em processo sancionador), acredito que a interpretação adequada seria no sentido da impossibilidade de cumulação das penas, uma vez que não vislumbro justificativa para permitir a cumulação quando o acusado for primário e não a permitir quando ele for reincidente.

5. Todas as razões que justificariam a cumulação das penas estariam, até por motivos mais substanciais, presentes no caso de infrator reincidente, razão pela qual não vejo como interpretar a lei de modo a permitir a cumulação de penas para o primário e vedar a mesma cumulação para o reincidente, o que seria incongruente e assistemático.

6. A questão já foi, como exposto no voto do Diretor-Relator, analisada no julgamento do PAS 24/2001, em 18.08.2005. Entendo não haver fundamento jurídico para alteração desse posicionamento, embora, de *lege ferenda*, fosse bastante recomendável a alteração da Lei 6.385/76 para permitir a cumulação das penas<sup>2</sup>.

7. Observe-se ainda, por oportuno, que o RESP nº 1.130.103, citado como referência no voto do Diretor-Relator, analisou o caso com base na redação original da lei, antes da edição da Lei 9.457/97, que, ao modificar o §2º à Lei 6.385/76, afetou a interpretação dessas regras, posto que toda a lei deve ser considerada como um conjunto orgânico e sistemático de normas, observadas, inclusive, as posteriormente acrescentadas.

8. Em síntese: acredito que seria salutar a possibilidade de cumulação de penas para uma mais adequada e customizada punição dos infratores, mas entendo que essa possibilidade estaria fora da moldura interpretativa possível dos dispositivos legais em análise, uma vez que não seria sistemática e logicamente conciliável a possibilidade de cumulação de penas para o acusado primário e a vedação expressa para essa mesma cumulação em relação ao reincidente (§2º).

9. Do exposto, acompanho o voto do Diretor-Relator quanto às condenações e em relação à penalidade aplicada à *Inside* Administradora e Participações Ltda., mas divirjo quando à dosimetria das demais condenações, de forma que voto:

c) *com fundamento no art. 11, inciso VIII, da Lei nº 6.385/76, pela condenação de Edmar de Assis à penalidade de proibição temporária pelo prazo de sete anos para atuar, direta, ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação nos mercados de bolsa em funcionamento no Brasil, por infração ao prescrito no artigo 3º da Instrução CVM nº 306/99, c/c o art. 23 da Lei nº 6.385/76; e*

d) *com fundamento no art. 11, inciso VIII, da Lei nº 6.385/76, pela condenação de Edmilson de Assis à penalidade de proibição temporária pelo prazo de sete anos para atuar, direta, ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação nos mercados de bolsa em funcionamento no Brasil, por infração ao prescrito no artigo 3º da Instrução CVM nº 306/99, c/c o art. 23 da Lei nº 6.385/76.*

Rio de Janeiro, 15 de dezembro de 2016.

Gustavo Borba  
DIRETOR

-----  
<sup>1</sup> Anote-se, no entanto, que, ao estudar o tema, verifiquei que outras leis, ao tratarem da questão, normalmente são expressas sobre a possibilidade da cumulação, como, por exemplo:

- I) a Lei nº 8.429/92, que dispõe sobre as sanções aplicáveis aos agentes públicos nos casos de enriquecimento ilícito no exercício de mandato, cargo, emprego ou função na administração pública direta, indireta ou fundacional e dá outras providências:  
"Art. 12. *Independentemente das sanções penais, civis e administrativas previstas na legislação específica, está o responsável pelo ato de improbidade sujeito às seguintes cominações, que podem ser aplicadas **isolada, ou cumulativamente**, de acordo com a gravidade do fato: (...)*"
- II) a Lei nº 8.137/90, que define crimes contra a ordem tributária, econômica e contra as relações de consumo, e dá outras providências:  
"Art. 1º - *Constitui crime contra a ordem tributária suprimir ou reduzir tributo, ou contribuição social e qualquer acessório, mediante as seguintes condutas: (...)*  
*Pena - reclusão de dois a cinco anos, e multa*".
- III) a Lei nº 12.529/11, que estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência:

*"Art. 38. **Sem prejuízo das penas cominadas no art. 37 desta Lei**, quando assim exigir a gravidade dos fatos ou o interesse público geral, poderão ser impostas as seguintes penas, **isolada, ou cumulativamente** (...)" (grifos nossos).*

<sup>2</sup> Anote-se que se encontra em trâmite projeto de lei que aperfeiçoa o regime sancionador do mercado de valores mobiliários e que, entre outras melhorias, prevê a cumulação de penalidades em relação a uma mesma infração administrativa.

**Manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes no encerramento da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6515 realizada no dia 15 de dezembro de 2016.**

Senhor Presidente, eu acompanho o voto do Relator no tocante à aplicação da penalidade de multa pecuniária para a Inside Administradora e Participações Ltda., mas, divirjo da aplicação das penalidades cumulativas propostas pelo Relator para as pessoas físicas; votando, por conseguinte, tão somente pela aplicação de proibição temporária para os acusados Edmar de Assis e Edmilson de Assis, conforme os argumentos apresentados nas manifestações de voto dos Diretores Pablo Renteria e Gustavo Borba.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes  
DIRETOR

**Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, no encerramento da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/6515 realizada no dia 15 de dezembro de 2016.**

Eu, assim como o Diretor Roberto Tadeu, igualmente divirjo da cumulação das penalidades proposta pelo Relator e também acompanho as argumentações apresentadas pelos Diretores Pablo Renteria e Gustavo Borba, votando, pois, pela aplicação das penalidades de proibição temporária para os acusados Edmar de Assis e Edmilson de Assis.

No tocante à Inside Administradora e Participações Ltda. Ltda, acompanho o Relator na aplicação da penalidade de multa pecuniária.

Proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por maioria de votos, decidiu pela aplicação das penalidades de multa e de proibições temporárias.

Encerro a Sessão, informando que os acusados punidos poderão interpor recurso voluntário, no prazo legal, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Leonardo P. Gomes Pereira  
PRESIDENTE