



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.006136/2016-28**

Reg. Col. nº 0664/2017

- Acusado:** Ronaldo Douglas Barros Moreira
- Assunto:** Exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem prévia autorização da CVM. Infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c art. 3º da Instrução CVM nº 306/1999.
- Diretor Relator:** Henrique Machado

**VOTO**

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN” ou “Acusação”) em face de Ronaldo Douglas Barros Moreira (“Ronaldo Moreira” ou “Acusado”), pelo exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem prévia autorização da CVM, em infração ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385, de 1976<sup>1</sup>, c/c art. 3º da Instrução CVM nº 306, de 1999<sup>2</sup>.

2. Como visto no Relatório anexo a este voto, o Acusado não apresentou defesa quando regularmente citado para aduzir suas razões de fato e de direito. Desse modo, embora lhe tenha sido assegurado o direito a ampla defesa, o Acusado preferiu manter-se inerte no presente processo.

3. Inicialmente cabe registrar que, à época dos fatos narrados pela Acusação, a exigência de autorização para o exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários estava prevista nos mencionados art. 23 da Lei nº 6.385/76 e 3º da Instrução CVM nº 306/99. A definição dessa atividade restava estabelecida no parágrafo primeiro do art. 23 da mencionada Lei e no art. 2º da aludida Instrução CVM, *in verbis*:

Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão. §

---

<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.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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.

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>3</sup>, a atividade de administração de recursos de terceiros 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. No presente caso, as provas constantes dos autos são fartas a demonstrar que Ronaldo Moreira administrou recursos de terceiros sem prévio registro nesta CVM.

6. Como apurado, Ronaldo Moreira era sócio de um conjunto de empresas que tinham por objeto a prestação de “*serviço de administração de investimentos*”. E o instrumento contratual escolhido para regular a relação jurídica mantida com seus clientes não deixa margem de dúvidas quanto à contratação de serviço de gestão profissional de investimento, podendo-se citar, neste particular, as cinco primeiras cláusulas do contrato, a seguir resumidas<sup>4</sup>:

- i) O objeto do contrato consistia na prestação de serviços de administração de investimentos (cláusula primeira);
- ii) Ronaldo Moreira exercia tal atividade com autonomia, tomando decisões de investimento por conta própria. O risco era inteiramente assumido pelo Acusado, que se comprometia a ressarcir integralmente o valor aportado pelo investidor em caso de prejuízo (cláusula segunda);
- iii) O Acusado se obrigava a prestar contas sobre o andamento dos investimentos, se comprometendo a divulgar relatórios mensais e um relatório anual (cláusula terceira);
- iv) Cabia ao contratante entregar recursos a Ronaldo Moreira (cláusula quarta); e
- v) A remuneração devida ao Acusado correspondia a 50% dos rendimentos obtidos, que seriam descontados na data de devolução do valor investido (cláusula quinta);

<sup>3</sup> V., entre outros, PAS CVM nº RJ 2006/4778, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio, julg. 17.10.2006; PAS CVM nº RJ 2008/10181, Dir. Rel. Eli Loria, julg. 31.3.2009; PAS CVM RJ-2009-10246, Dir. Rel. Alessandro Broedel Lopes, julg. 9.11.2010; PAS CVM nº RJ 2011/940, Dir. Rel. Luciana Dias, julg. 10.7.2012; PAS CVM nº RJ 2012/9490, Dir. Rel. Luciana Dias, julg. 10.3.2015; PAS CVM nº RJ 2014/11558, Dir. Rel. Pablo Renteria, julg. 11.8.2015; PAS CVM nº RJ 2014/8297, Dir. Pablo Renteria, julg. em 8.9.15; e PAS CVM nº RJ 2014/2797, Dir. Pablo Renteria, julg. em 27.9.15.

<sup>4</sup> Docs. SEI nºs 0156210, 0156211, 0156214, 0156230, 0156234 e 0156237.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

7. Robustecem o conjunto probatório, as declarações dos investidores que confiaram seus recursos a Ronaldo Moreira:

- i) Termo de Declarações do investidor F.V.A.: *“Disse que conhecidos indicaram essa empresa de investimentos. Soube que referida empresa estaria praticando taxa de retorno de investimentos maior que o praticado no mercado. (...) foi atendido por um indivíduo que se identificou como André... Teve uma breve explicação de André acerca das regras, formas de pagamento, informações sobre o acompanhamento através de um site. Nesse ato já firmou o contrato de prestação de serviços. (...) André, de posse do contrato, dirigiu-se até outra sala e retornou com a assinatura de “Ronaldo” colhida. Em seguida, preencheu o cheque no valor de R\$ 70.000,00.... (...) Em determinada oportunidade, consultou a planilha e solicitou resgate de rendimento, mas não teve retorno. (...) também foi atendido por André e um funcionário. Esse funcionário disse que a empresa estava com dificuldades em disponibilizar/sacar o dinheiro aplicado por conta de investimentos que a empresa teria realizado a longo prazo, além do fato de que as bolsas estavam em queda”.* (Docs. SEI nos 0156251 e 0156259).
- ii) Termo de Declarações (0156259) da investidora S.M.B. no qual afirma que *“ficou sabendo da possibilidade de investimentos com o “Grupo Moreira” por meio de uma funcionária; QUE o grupo se apresentava como “Grupo Moreira”, RDA ou apenas pela menção à pessoa de Ronaldo; (...) QUE a declarante sabia de várias pessoas que investiam com Ronaldo, há mais de 10 anos, e recebiam os valores regularmente (...) QUE, segundo informações colhidas pela declarante, Ronaldo recolhia os valores dos investidores e investia na bolsa de valores, obtendo de 7% a 8% de lucro; QUE, desse lucro, 4% era repassado aos investidores.”*

8. Como se vê, trata-se de inegável contrato de prestação de serviços de administração de recursos, instrumento por meio do qual Ronaldo Moreira assumia a responsabilidade pela decisão de investimento dos recursos a ele confiados pelos investidores e, em contraprestação, recebia a remuneração mensal pactuada.

9. Convém destacar que a existência de operações envolvendo valores mobiliários é evidenciada ainda no glossário do documento Cartilha do Investidor, que define “Rendimento Bruto” como *“Rendimento Bruto obtido em aplicações na bolsa de valores”*<sup>5</sup>. Além disso, a análise realizada pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”)

---

<sup>5</sup> Doc. SEI nº 0156381.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

converge com este entendimento, pois foi verificado que o Acusado realizou diversas operações em bolsa de valores entre janeiro de 2012 e outubro de 2013<sup>6</sup>.

10. O caráter profissional da atividade desempenhada pelo Acusado está bem refletido na forma de remuneração estipulada no contrato, similar às taxas de performance comumente cobradas por gestores profissionais. Como descrito, a cobrança dos clientes relativamente à prestação do serviço consistia em 50% dos rendimentos obtidos, o que dependeria, exclusivamente, do sucesso das decisões de investimento tomadas por Ronaldo Moreira.

11. Ressalta-se também que o Acusado disponibilizava regularmente aos seus clientes relatório referente à rentabilidade dos seus investimentos, no qual constava a identificação do cliente-investidor, a evolução dos rendimentos e a média de lucratividade do período<sup>7</sup>. Além disso, consta na supracitada Cartilha do Investidor os procedimentos de aplicação e resgate que deveriam ser seguidos pelos investidores.

12. Considerando ainda a existência, evidenciada nos autos, de contratos<sup>8</sup> firmados com investidores no período correspondido entre 14.03.13 e 17.11.14, entendo não restarem dúvidas quanto ao caráter habitual e contínuo da prestação desse serviço por Ronaldo Moreira.

13. Com efeito, o exercício irregular dessa atividade representa sério risco de prejuízo aos investidores, como ocorreu no presente caso. O Acusado seduzia investidores a colocar recursos sob sua administração com promessas de rentabilidade bem acima do mercado, 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.

14. O caso revela-se ainda mais grave porque o Acusado causou graves prejuízos à diversos investidores. Neste particular, as reportagens anexas aos autos indicam que Ronaldo Moreira captou recursos de aproximadamente 10 mil investidores e, em maio de 2016, figurava como réu em mais de 270 processos, o que demonstra a extensão do dano causado pelo Acusado<sup>9</sup>. Também convém ressaltar que a instauração do Inquérito Civil nº 14.0670.0004823/2015-2 (“Inquérito Civil”)<sup>10</sup>, no qual constam todos os documentos aqui destacados, foi motivada pelas inúmeras demandas ajuizadas por investidores lesados pelo Acusado<sup>11</sup>.

---

<sup>6</sup> Doc. SEI nº 0156383.

<sup>7</sup> Doc. SEI nº 0156446.

<sup>8</sup> Vide nota de rodapé nº 5.

<sup>9</sup> Docs. SEI nºs 0156398, 0156401 e 0156404.

<sup>10</sup> Doc. SEI nº 0156080.

<sup>11</sup> Doc. SEI nº 0156287.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

15. Resta, assim, incontroverso o exercício da atividade de administração profissional de valores mobiliários por Ronaldo Moreira. Tendo em vista que o Acusado não possuía registro na CVM para o exercício dessa atividade, ficou caracterizada a infração ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/1976 e no art. 3º da Instrução CVM nº 306/1999.

16. 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 306/1999<sup>12</sup>.

17. 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>13</sup>.

18. Cuida-se, portanto, de conduta ilícita a merecer resposta sancionatória adequada, de forma a repreender e emendar agentes que, à revelia do regular funcionamento do mercado de ações, realizam atividade privativa de pessoa autorizada pela CVM, causando prejuízo a investidores.

19. Com relação à dosimetria da penalidade a ser aplicada ao Acusado, gostaria de reforçar o meu entendimento, já exposto em outras oportunidades<sup>14</sup>, amparado na doutrina<sup>15</sup> e em decisão do Superior Tribunal de Justiça<sup>16</sup>, quanto à possibilidade de cumulação das penalidades previstas na Lei nº 6.385/76, com a redação vigente à época dos fatos. A possibilidade de aplicação cumulada de sanções permite ao julgador agir, em casos que tais, de modo mais efetivo e proporcional na repressão de ilícitos no mercado de capitais.

---

<sup>12</sup> Art. 18. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, §3º, da Lei 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>13</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 junto à autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento: (Artigo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001). Pena-reclusão, de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa. (incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

<sup>14</sup> PAS CVM nº RJ2014/6515 e CVM nº RJ2014/8149, julgados em 22.11.2016.

<sup>15</sup> A professora Norma Parente defende a cumulação das penas no livro “Parente, Norma Jonssen. Mercado de Capitais/Norma Jonssen Parente; coordenação Modesto Carvalhosa. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.) (item 1.3.5, páginas 671-675).

<sup>16</sup> 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, “quando a companhia encontrava-se sob orientação decisiva dos recorrentes, acionistas controladores e administradores à data dos fatos”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

20. 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>17</sup>, sob pena de a Autarquia ver frustrada sua competência legal<sup>18</sup> ao não desestimular condutas que por lei tem obrigação de coibir.

21. Neste ponto, embora o Colegiado já tenha se manifestado contrariamente<sup>19</sup> à possibilidade da cumulação das penalidades previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76, permito-me consignar novamente minha opinião sobre a matéria.

22. 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.

23. 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)

24. 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.

25. 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.

---

<sup>17</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>18</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>19</sup> Idem 14.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

26. 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 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.

27. 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 ineficaz as suas multas, indo de encontro aos objetivos da norma sancionadora.

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



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

29. 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 do Acusado, o que torna indispensável reprimenda de cunho patrimonial.

30. 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 importante bem jurídico protegido pela CVM, qual seja, a confiabilidade dos investidores no mercado de valores mobiliários.

31. 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.

32. Também não se trata aqui de aplicar duas penalidades para o mesmo fato típico. Vale a lição de Rafael Munhoz de Mello<sup>20</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*.

33. 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>21</sup>.

34. 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. 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

<sup>20</sup> Princípios constitucionais de Direito Administrativo Sancionador: as sanções administrativas à luz da Constituição Federal de 1988. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 212.

<sup>21</sup> STJ - RECURSO ORDINÁRIO EM MANDADO DE SEGURANÇA RMS 21268 PR 2005/0216429-2, DOU de 28/04/2008, Relator Ministro Francisco Falcão.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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 6.404/1976, 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% da 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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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, 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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

35. 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 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.

36. Aliás, é exatamente essa a razão da alteração da redação do art. 11, *caput*, da Lei nº 6.385/76, promovida pelo legislador infraconstitucional por meio da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017. Tratou-se aqui de consolidar o citado entendimento doutrinário e jurisprudencial em norma, de forma a dissipar qualquer divergência interpretativa no âmbito administrativo que limitava inadequadamente a atuação sancionadora da Autarquia. No meu entendimento, tal alteração redacional não inova para permitir a cumulação de modalidades apenatórias, mas tão somente esclarece o conteúdo e os objetivos de seu texto original.

37. Na dosimetria da pena, considerarei ainda a presença de diversas circunstâncias agravantes, a saber: a) a prática sistemática da conduta irregular, b) o elevado prejuízo causado a investidores e c) a existência de dano relevante à imagem do mercado de valores mobiliários.

38. Assim, por todo o exposto, com fundamento no art. 11, II e VIII, da Lei nº 6.385/76, **voto pela condenação de Ronaldo Douglas Barros Moreira à penalidade de (i) multa de R\$300.000,00 (trezentos mil reais) e (ii) proibição temporária pelo prazo de 84 (oitenta e quatro) meses para atuar, diretamente 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 306/1999 e no art. 23 da Lei nº 6.385/76.**

39. Finalmente, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado à Promotoria de Justiça de Jundiaí, em complemento ao Ofício nº 02/2018/CVM/DHM (Doc. SEI nº 0506594), para as providências que julgar cabíveis no âmbito de suas competências.

É como voto.

Rio de Janeiro, 09 de outubro de 2018.

**HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA**  
DIRETOR RELATOR