



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 19957.005726/2025-24

Reg. Col. 3389/25

Acusados: GRF Assessoria Ltda.; Guilherme Ricardo Fuhr
Assunto: Apurar infração ao art. 19 da Lei nº 6.385/1976, por suposta oferta irregular de valores mobiliários
Relatora: Diretora Marina Copola

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no relatório¹, trata-se de PAS instaurado pela SMI para apurar a responsabilidade da GRF e de Guilherme Fuhr, seu único sócio, pela suposta oferta irregular de valores mobiliários a investidores residentes no Brasil, sem a prévia autorização da CVM exigida pelo art. 19 da Lei nº 6.385/1976.
2. A SMI entende que os acusados seriam responsáveis pela Investin Broker, uma plataforma de negociação de valores mobiliários que, a seu ver, adotava uma série de medidas voltadas a acessar o público investidor brasileiro. Tal conclusão decorreu do fato de que a conta de pagamento utilizada para o aporte de recursos de investidores na plataforma era de titularidade da GRF.

II. PRELIMINARES

3. Antes de analisar o mérito deste PAS, trato das três questões preliminares suscitadas pelos acusados: **(i)** prejudicialidade penal; **(ii)** ausência de intimação para a apresentação de manifestação prévia; e **(iii)** pedido de produção de provas².

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste PAS.

² Em sede de manifestação complementar, os acusados solicitaram, de forma subsidiária ao pedido de acolhimento de seus argumentos preliminares e de mérito, a abertura de negociação de proposta de termo de



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

Prejudicialidade penal

4. Desde já, observo que o pedido de sobrerestamento deste PAS até a conclusão do inquérito policial voltado a apurar, na esfera penal, os mesmos fatos, perdeu o objeto, tendo em vista que, conforme informado pelos acusados na manifestação complementar de 05/12/2025, referido inquérito foi concluído em 02/12/2025.

5. Ainda assim, cumpre registrar que, mesmo que o inquérito policial estivesse em curso, o pedido não mereceria acolhida, uma vez que as esferas penal e administrativa são autônomas e independentes.

6. Conforme entendimento consolidado tanto no âmbito da CVM³ quanto do Poder Judiciário⁴, os processos administrativos tramitam de forma autônoma em relação à persecução penal, ressalvada a hipótese de decisão judicial expressa que determine a suspensão da tramitação. Assim, ainda que possam compartilhar elementos fáticos e até mesmo determinadas conclusões – como ocorre neste caso –, as duas esferas possuem natureza, finalidade e pressupostos distintos, razão pela qual a pendência de investigação criminal não constitui óbice ao regular prosseguimento do processo administrativo.

7. Por tais fundamentos, **rejeito** a preliminar em questão.

Ausência de intimação para manifestação prévia

8. Também não assiste razão aos acusados quanto ao suposto descumprimento, pela área técnica, do art. 5º, *caput*, da Resolução CVM nº 45/2021.

compromisso. Na prática, os acusados não apresentaram uma proposta de termo de compromisso, mas apenas manifestaram a sua intenção de fazê-lo. De qualquer maneira, não se admite a formulação de proposta de maneira condicional ou subordinada ao desfecho do julgamento, por incompatibilidade com a lógica e a finalidade do instituto.

³ PAS CVM nº 19957.004478/2018-75, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 21/06/2023; PAS CVM nº RJ2015/5002, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 15/03/2016; PAS CVM nº RJ2013/1852, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 06/10/2015; PAS CVM nº SP2011/233, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 25/03/2014; PAS CVM nº RJ2007/11399, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 03/07/2008; PAS CVM nº RJ2005/033, Dir. Rel. Norma Parente, j. em 05/10/2005; e PAS CVM nº RJ2002/2941, Dir. Rel. Norma Parente, j. em 23/03/2004.

⁴ Nesse sentido, cf.: AgR no RE 841.612/DF, Rel. Min. Cármem Lúcia, j. em 18/11/2014; RE 2.691.306/MS, Rel. Min. Cezar Peluso, j. em 16/08/2012; e MS 21.545, Rel. Min. Moreira Alves, j. em 11/03/1993.



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

9. Ao contrário do que a defesa alega, o Ofício nº 139/2025/CVM/SMI/GME foi encaminhado não apenas ao e-mail de suporte da Investin Broker, mas também àquele que constava expressamente no cadastro da GRF na Receita Federal do Brasil – RFB⁵.

10. Nesse contexto, verifica-se que a comunicação foi direcionada a endereço eletrônico oficialmente vinculado à pessoa jurídica investigada, mostrando-se apta a viabilizar a ciência da solicitação de esclarecimentos formulada pela área técnica, nos termos da regulamentação aplicável.

11. Vale destacar que tal conclusão é, ainda, corroborada pela alteração promovida pela Resolução CVM nº 235/2025 ao art. 5º da Resolução CVM nº 45/2021, que positivou o entendimento deste Colegiado quanto à regularidade da intimação para apresentação de manifestação prévia. Nos termos da nova redação, considera-se atendido o referido dispositivo sempre que o investigado seja oficiado para prestar esclarecimentos acerca dos fatos sob apuração por meio de quaisquer endereços eletrônicos de contato que tenham se mostrado efetivos ou daquele constante da base de dados da Secretaria Especial da RFB⁶.

12. A despeito disso, lembro que, conforme o disposto no art. 5º da Resolução CVM nº 45/2021, a manifestação prévia prevista insere-se na fase pré-sancionadora do processo administrativo da CVM, sendo voltada à obtenção de esclarecimentos e subsídios técnicos pela área competente, os quais podem ou não culminar em uma acusação⁷. Tal manifestação não se confunde, portanto, com o exercício do direito de defesa no bojo do processo administrativo sancionador, que somente se instaura com a lavratura de termo de acusação, ato que é seguido pela correspondente citação do acusado para apresentação de defesa.

13. A esse respeito, e em reforço ao quanto exposto, verifica-se que os acusados foram regularmente intimados a apresentar defesa após a instauração do PAS⁸, tendo-lhes sido

⁵ O que pode ser verificado em consulta pública à plataforma da RFB.

⁶ Art. 5º [...] §1º Considera-se atendido o disposto no caput sempre que o investigado: [...] II – tenha sido oficiado para prestar esclarecimentos sobre os fatos sob investigação, ainda que não o faça, por meio: [...] b) nos demais casos, de quaisquer endereços eletrônicos de contato que tenham se mostrado efetivos ou do endereço eletrônico constante na base de dados da Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil.

⁷ O que também foi recentemente positivado no novo §2º do referido art. 5º, em vigor desde dezembro de 2025, cf.: Art. 5º [...] §2º A diligência das superintendências para obtenção de manifestação prévia do investigado sobre os fatos constitui providência administrativa voltada à eficiência processual, e não se confunde com a citação para exercício do direito ao contraditório e da ampla defesa, nos termos do disposto nos arts. 29 e 30.

⁸ Doc. nº 2380238.



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

assegurado pleno conhecimento da imputação formulada e o efetivo exercício do contraditório e da ampla defesa. A apresentação tempestiva e detalhada da defesa escrita evidencia a ciência inequívoca do conteúdo acusatório e o regular exercício das garantias processuais, afastando qualquer alegação de prejuízo e, por conseguinte, a configuração de nulidade processual.

14. Diante do exposto, **rejeito** a preliminar de nulidade por ausência de intimação para manifestação prévia.

Pedido de produção probatória

15. Trato, por fim, do pedido de produção probatória formulado pelos acusados em sede de manifestação complementar. Em síntese, o referido requerimento abrangia: **(i)** a juntada dos documentos que acompanharam a referida manifestação; e **(ii)** a realização da oitiva de E.B., com o objetivo de demonstrar que ele teria sido o responsável pela Investin Broker.

16. Em relação ao primeiro ponto, acolho o pedido e defiro a juntada aos autos dos documentos apresentados pelos acusados em 02/12/2025, por se tratar de exercício regular do direito de petição e de ampla defesa, não havendo óbice à incorporação desses elementos ao conjunto probatório do processo. Também acolho a juntada, feita em 05/12/2025, do relatório final do inquérito policial.

17. Por outro lado, com fundamento no art. 43, §3º, da Resolução CVM nº 45/2021⁹, **rejeito** o pedido de produção de prova testemunhal, por reputá-lo desnecessário ao deslinde da controvérsia. Como se verá a seguir, os elementos já constantes dos autos mostram-se suficientes para a formação do convencimento deste Colegiado no sentido da absolvição dos acusados, dispensando, assim, a realização da oitiva de E.B.

18. Superadas as preliminares, passo ao exame do mérito.

III. MÉRITO

19. Em 05/12/2025, os acusados acostaram aos autos deste PAS o relatório final do Inquérito Policial nº 108.25.00116, em que a 2ª Delegacia de Polícia de Criciúma/SC descreve

⁹ Art. 43. Cabe ao Relator decidir acerca do pedido de provas formulado na defesa do acusado, bem como presidir as diligências necessárias à sua produção, caso deferido o pedido. [...] §3º O Relator deve indeferir, de forma fundamentada, as provas ilícitas, desnecessárias ou protelatórias.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

que, entre outras diligências investigatórias, realizou o interrogatório de E.B., que, por sua vez, afirmou ser o único responsável pela criação do domínio do *site* da Investin Broker. Com base nisso, a autoridade policial concluiu que seria E.B., e não Guilherme Fuhr ou a GRF, o responsável pela plataforma.

20. A meu ver, **a conclusão exarada pela autoridade policial, em conjunto com os elementos apresentados pela defesa em sede de manifestação complementar, os quais já indicavam que Guilherme Fuhr e a GRF não tinham controle sobre a Investin Broker**, são suficientes para afastar o entendimento original da Acusação quanto à autoria do suposto ilícito objeto deste PAS.

21. Por essa razão, sequer me volto ao exame da materialidade da conduta dos acusados e da caracterização de infração ao art. 19 da Lei nº 6.385/1976, impondo-se, dessa forma, a sua absolvição.

Considerações finais: o dever de colaboração do administrado X o embaraço à fiscalização

22. De toda forma, considerando a postura adotada pelos acusados na prestação de esclarecimentos acerca da relação de R.B. com a Investin Broker, entendo oportuno tecer considerações adicionais sobre o dever de colaboração que recai sobre quaisquer pessoas investigadas no curso de processos administrativos instaurados no âmbito da CVM.

23. Tais considerações se mostram pertinentes porque, embora a conclusão do inquérito policial somente tenha sido formalizada no início de dezembro de 2025, após o protocolo da manifestação complementar da defesa, a toda evidência, os acusados já dispunham de informações sobre o envolvimento de E.B. na operação da Investin Broker desde antes da instauração do presente PAS em maio de 2025. Nesse sentido, o contrato celebrado entre E.B. e a Dígitos Pay – da qual Guilherme Furh também era sócio –, data de 19/11/2024¹⁰.

24. Ainda assim, E.B. sequer foi mencionado na defesa apresentada pelos acusados. Os esclarecimentos relativos à atuação desse terceiro somente vieram a ser prestados de forma expressa meses depois, no começo de dezembro, em resposta à manifestação complementar da Acusação, sem que tenha sido apresentada qualquer justificativa para essa omissão inicial.

¹⁰ Doc. nº 2531221.



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

25. Nesse contexto, não se trata de exigir do administrado a produção de prova contra si mesmo¹¹, mas de reconhecer que, uma vez regularmente instado a se manifestar, incide sobre o investigado o dever de colaborar com a atividade de supervisão exercida pela Administração Pública. Evoco aqui o art. 4º da Lei nº 9.784/1999, que elenca deveres do administrado perante a Administração Pública Federal:

“Art. 4º São deveres do administrado perante a Administração, sem prejuízo de outros previstos em ato normativo: I - expor os fatos conforme a verdade; II - proceder com lealdade, urbanidade e boa-fé; III - não agir de modo temerário; IV - prestar as informações que lhe forem solicitadas e colaborar para o esclarecimento dos fatos”.

26. E é justamente à luz desses deveres que a omissão injustificada de informações relevantes pode, em tese, caracterizar o ilícito administrativo de embaraço à fiscalização, nos termos do art. 1º, parágrafo único, do Anexo B da Resolução CVM nº 45/2022¹².

27. Conforme entendimento sedimentado pelo Colegiado, a caracterização do embaraço à fiscalização depende da verificação cumulativa de dois requisitos¹³: (i) a efetiva realização de atividade fiscalizatória pela Autarquia, que pode se materializar, entre outros meios, pela solicitação de informações ou documentos existentes e sob a posse do administrado; e (ii) a demonstração do dolo do administrado em frustrar ou dificultar a atuação supervisora, mediante conduta comissiva ou omissiva apta a comprometer o exercício das competências da CVM.

¹¹ Os acusados estão sempre protegidos pela garantia constitucional da não autoincriminação, extraída do devido processo legal e da ampla defesa (art. 5º, incisos LIV e LV, da Constituição Federal), cuja manifestação textual mais direta encontra-se no art. 5º, inciso LXIII, da CF.

¹² Art. 1º [...] Parágrafo único. Entende-se como embaraço à fiscalização, para os fins desta Resolução, as hipóteses em que qualquer das pessoas referidas no art. 9º, inciso I, alíneas "a" a "g", da Lei nº 6.385, de 1976, injustificadamente deixe de: I – atender, no prazo estabelecido, a intimação para prestação de informações ou esclarecimentos que houver sido formulada pela CVM; ou II – colocar à disposição da CVM os livros, os registros contábeis e documentos necessários para instruir sua ação fiscalizadora.

¹³ Nesse sentido, cf.: PAS CVM nº 19957.003418/2023-01, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 20/08/2024; PAS CVM nº 19957.011029/2019-64, Dir. Rel. Daniel Maeda, j. em 21/05/2024; PAS CVM nº 19957.009206/2018-61, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 11/04/2023; PAS CVM nº 05/2015, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 09/11/2021; PAS CVM nº 03/2011, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello, j. em 02/07/2019; PAS CVM nº 03/2013, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 05/05/2015.



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

28. Entendo que no presente caso não há indícios quanto à caracterização do segundo requisito acima referido, na medida em que o conjunto probatório constante dos autos não fornece elementos suficientes para concluir que a omissão inicial tenha sido orientada por intenção deliberada de impedir ou dificultar a atividade de supervisão conduzida por esta Autarquia¹⁴.

29. Essa constatação (em tudo casuística), no entanto, não elide o fato de que os acusados demoraram a prestar esclarecimentos relevantes acerca da situação de E.B., circunstância que impactou sobremaneira a condução da atividade fiscalizatória e sancionadora da CVM, ao retardar a adequada compreensão dos fatos e prejudicar a formação de convicção pela área técnica, desaguando na própria existência deste PAS.

30. A atuação tempestiva, leal e colaborativa dos administrados constitui elemento essencial para a efetividade do exercício do poder de polícia da CVM, sendo certo que a obstrução deste por meio de manobras espúrias pode gerar prejuízos não apenas à atuação institucional da Autarquia, mas também aos próprios investigados.

31. Nesses termos, chamo atenção para o fato de que a apresentação tardia de documentos e informações relevantes apenas em resposta a manifestações complementares da acusação, por meio de petições extemporâneas, ou pior, de véspera, em sede de memoriais – embora possa ser um expediente admissível em determinadas circunstâncias – não se trata de prática isenta de consequências. Claro, **há diversas situações em que tal prática mais do que se justifica**, por exemplo: quando há troca de representação, quando as solicitações de informações formuladas pela área técnica se mostrarem obscuras, quando sobrevierem fatos novos, e, naturalmente, quando se tratar de diligências probatórias legítimas.

32. Mas estas últimas não são, repito, as espécies de manobras de obstrução do poder de polícia a que me referi acima, **e que, conforme o caso, podem – e devem – ensejar a**

¹⁴ O dolo do investigado em obstruir a atividade fiscalizatória da CVM não se presume, exigindo a demonstração concreta de elementos que evidenciem a intenção de frustrar ou dificultar a atuação supervisora da Autarquia. A esse respeito, cf.: “Penso, ainda, que não é o atraso que justifica a imputação de embaraço à fiscalização, pois para o atraso há a previsão de incidência de multa. Exige-se muito mais que isso. Exige-se a comprovação de que de fato se buscava obstruir a investigação, que não se deve presumir obviamente. Não vi esta busca no presente processo; nada me convenceu que existisse esta intenção.” (PAS CVM nº RJ2002/8428, Dir. Rel. Luiz Antônio Sampaio de Campos, j. em 14/10/2004). No mesmo sentido, cf. o PAS CVM nº 19957.003418/2023-01, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 20/08/2024.



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

instauração de processo administrativo autônomo para apuração de embargo à fiscalização.

IV. CONCLUSÃO

33. Por todo o exposto, voto pela **absolvição** da GRF e de Guilherme Fuhr quanto à imputação de infração ao disposto no art. 19 da Lei nº 6.385/1976.

34. Ademais, considerando a informação de que seria E.B., e não a GRF ou Guilherme Fuhr, o responsável pela Investin Broker, solicito que a SMI avalie a conveniência e a oportunidade de promover a retificação do Ato Declaratório nº 23.225/2025, de modo a afastar a vinculação dos acusados à referida plataforma, preservadas as demais disposições da medida no que se refere aos efetivos responsáveis pela atividade irregular apurada.

35. Por fim, nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001, e do art. 12 da Lei nº 6.385/1976, determino que o resultado deste julgamento seja comunicado ao MP-SC, em complemento às comunicações realizadas anteriormente¹⁵.

É como voto.

Rio de Janeiro, 18 de dezembro de 2025.

Marina Copola

Diretora Relatora

¹⁵ Em complemento aos Ofícios nº 63/2025/CVM/SGE e nº 98/2025/CVM/SGE (docs. nº 2335613 e nº 2365117).