

GIRO EXCESSIVO DE CARTEIRA – CHURNING ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRA DE VALORES MOBILIÁRIOS SEM A DEVIDA AUTORIZAÇÃO DA CVM AGENTE AUTÔNOMO DE INVESTIMENTO DEVERES FIDUCIÁRIOS DO ADMINISTRADOR E GESTOR DE CARTEIRA CONTROLE DE FATO DE CARTEIRA PRINCÍPIO DO <i>IN DUBIO PRO REO</i>	
CASO PERY NETO – PAS CVM Nº SP2014/0465	
Acusados: Pery de Oliveira Neto	Membros do Colegiado presentes: Gustavo Gonzalez Pablo Renteria Henrique Machado Carlos Rebello Marcelo Barbosa
Data do julgamento: 06 de novembro de 2018	Diretor Relator: Gustavo Gonzalez

ASSUNTO:

Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”) para apurar responsabilidade de Pery de Oliveira Neto (“Pery Neto”), agente autônomo de investimento da TOV C.C.T.V.M. Ltda. (“TOV”), por supostas irregularidades na administração profissional de carteira de valores mobiliários e pela prática de *churning*.

FATOS:

O processo teve origem em reclamação apresentada à CVM por investidor em face da TOV, alegando a realização de operações sem a devida ordem, resultando em prejuízos e superveniência de saldo devedor. A diligência conduzida pela SMI resultou no Termo de Acusação, apurando irregularidades por prática de administração de carteira de valores mobiliários sem a devida autorização da CVM e prática de negociações excessivas, operação fraudulenta conhecida como *churning*.

IMPUTAÇÃO:

Pery Neto, na qualidade de agente autônomo de investimento da TOV C.C.T.V.M Ltda., foi acusado de violação ao art. 23 da Lei nº 6.385/76 c/c art. 16, VI, “b”, e art. 16, VI, ambos da Instrução CVM nº 306/99. Pery Neto é também acusado de prática de operação fraudulenta no período de 04.04 a 12.09.2011, em infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8/79.

QUESTÕES RELEVANTES:

O que caracteriza a administração irregular de carteira?

Quais os requisitos necessários para que seja comprovado o caráter profissional da gestão de valores mobiliários?

A ausência de um dos elementos de identificação da infração da prática de administração irregular de carteira de valores mobiliários causa a inexistência da infração?

Por que a administração de recursos por pessoas não autorizadas pela CVM é considerada grave?

A confiança excessiva do investidor constituiu indício do controle da carteira mobiliária do investidor pelo administrador responsável?

O controle de fato de carteira de valores mobiliários caracteriza administração de carteira?

O que configura o ilícito de *churning*?

Quais são os indicadores utilizados para a caracterização da prática de *churning*?

Os indicadores (TR e C/E) utilizados para apuração são suficientes para demonstrar a prática de *churning*? Podem ser utilizados outros indicadores para refutar a prática de *churning*?

O giro excessivo da carteira configura, por si só, a prática de *churning*?

A comprovação de ganho é elemento fundamental na caracterização da prática de *churning*?

ACUSAÇÃO:

Administração de carteira de valores mobiliários sem autorização. Segundo a acusação, o Investidor se tornou cliente da TOV em outubro de 2009. A TOV mudou o agente autônomo que atendia o Investidor, passando a ser

Pery Neto, entre abril e setembro de 2011. A carteira de investimento inicial do Cliente, avaliada em R\$143.120,00, teria resultado em um saldo negativo de mais de 30 mil reais devido a perdas em operações, custos de transações e multas por falta de liquidação financeira.

A TOV, ao se pronunciar, forneceu cópia da conversa mantida entre o Investidor e Pery Neto na qual a pauta discutida era relacionada aos prejuízos sofridos, a existência de ordens por parte do Investidor, a possibilidade de reposição do capital perdido e a dispensa de pagamento de multa. De acordo com a acusação, tais informações se contradizem com as alegações fornecidas pelo Investidor, uma vez que o Investidor não teria fornecido nenhum tipo de ordem para o acusado.

Foi requisitado à corretora a apresentação de provas para sustentar tais alegações. Segundo a acusação a TOV contava com um sistema de gravação telefônica instalado no escritório onde Pery Neto trabalhava, porém, elas não foram divulgadas, uma vez que, segundo a corretora, as ordens referentes aos negócios teriam sido realizadas por meio do sistema *home broker*. Posteriormente, a SMI verificou que tais ofertas foram inseridas pela porta de repassador e não por *home broker*.

A TOV, por meio de provas fornecidas, comprovou que o sistema de *home broker* do Investidor era acessado diariamente, indicando ciência das movimentações em sua carteira. Tal afirmação foi reforçada pelo Investidor de que ninguém além dele possuía a senha para acessar o mencionado sistema.

Diante do exposto, foi concluído pela acusação que Pery Neto exerceu administração de carteira de valores mobiliários sem registro prévio junto à CVM, uma vez que os elementos que configuram essa atividade estariam presentes, quais sejam: (i) gestão; (ii) gestão profissional; (iii) entrega de recursos; e (iv) autorização para realização de negócios em nome do cliente

Churning. Pery Neto, segundo a acusação, detinha controle de fato sobre a conta da Cliente, utilizando-a para realizar operações em volume excessivo, com o intuito de gerar vantagem indevida por meio de remuneração atrelada às receitas de corretagem auferidas pela TOV nas operações realizadas em nome do Investidor.

Foi calculada pela SMI o índice de giro da carteira (“TR”), o qual é responsável por medir a razão entre o total de operações realizadas e o patrimônio líquido da carteira de investimento de maneira anualizada, e o índice de custo

sobre o patrimônio (“C/E”), que reflete a rentabilidade anual mínima que a carteira teria que atingir somente para compensar os custos de transação. No período em que foi realizada a pesquisa, o TR obtido foi de 253 e o C/E de 131%, valores que ultrapassariam os determinados como razoáveis por estudos da BSM e CVM, os quais são, respectivamente, 8 e 21%.

Ademais, segundo a acusação, os elementos que configuram a prática de *churning* estão presentes, quais sejam: (i) utilização de ardil ou artifício; (ii) indução ou manutenção de terceiros em erro; e (iii) intenção de obter vantagem ilícita para si ou terceiros.

DEFESA:

Preliminar de Nulidade. O acusado alegou nulidade decorrente da inobservância ao disposto no art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, uma vez que ele só teria tomado conhecimento do presente processo quando foi intimado para apresentação de defesa sem que lhe tivesse sido dada oportunidade de manifestação na fase investigativa.

Ordens de Investimento. No mérito, Pery Neto afirmou manter contato diário com o Investidor através de programa de mensagem instantânea, não tendo, porém, autonomia para escolher as ações e quantidades que deveriam ser compradas e vendidas. Todas as ordens teriam sido fornecidas pelo Investidor, que também definia a estratégia de investimento.

O acusado afirmou também que a conversa apresentada fornece informações claras na direção de que o investidor sempre teve ciência das operações, sendo que ele acompanhou diariamente o sistema da *home broker* e recebeu em sua residência correspondências sobre os negócios realizados.

Por fim, Pery Neto alegou que ele seria responsável apenas por executar ordens fornecidas pelo Investidor, sem ter a liberdade, portanto, de definir a estratégia de investimento, já que o Investidor sempre estava à frente das operações.

ENTENDIMENTO DA CVM:

VOTO DO DIRETOR RELATOR GUSTAVO GONZALEZ

PRELIMINAR DE NULIDADE

A alegação de nulidade do processo em razão da inobservância do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, foi afastada pelo Relator por verificar

que durante a fase investigativa a área técnica buscou obter informações do acusado a respeito dos fatos descritos no Termo de Acusação, entretanto, as correspondências enviadas retornaram à CVM sem resposta. Segundo entendimento da CVM, a norma em questão busca a eficiência administrativa da atividade acusatória da autarquia, visando à boa instrução do processo e sua eventual inobservância não enseja nulidade, não conferindo um direito subjetivo ao investigado, nem podendo ser confundido com defesa prévia. Ademais, o direito de ampla defesa não foi infringido, uma vez que o acusado teve acesso aos autos do processo em sua totalidade com tempo hábil.

ADMINISTRAÇÃO IRREGULAR DE CARTEIRA DE VALORES MOBILIÁRIOS

Conforme art. 23, caput, da Lei nº 6.385/76 e o art. 3º da Instrução CVM nº 306/99 (vigente à época dos fatos), a atividade de administração de carteira de valores mobiliários está sujeita a autorização prévia.

A atividade é definida na legislação como a “gestão profissional de recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente”.

Conforme o Relator, somente se presente dois requisitos essenciais será configurada a infração administrativa, são eles: (i) prática caracterizada de fato como administração de carteira de valores mobiliários; e (ii) o agente não apresentar autorização da CVM para o habilitar. Caso não preencher ambos os requisitos, não é considerado administração irregular de carteira, o que não quer dizer que não possa, eventualmente, caracterizar outros ilícitos administrativos.

No presente caso há uma controvérsia em relação ao primeiro requisito. Afirma o Relator que o conjunto probatório trazido pela acusação não pareceu apto a autorizar a conclusão de que houve exercício de fato da mencionada atividade pelo acusado. Especificamente, o primeiro elemento mencionado não convenceu o Relator de tal conclusão.

Segundo o entendimento da SMI, os seguintes indícios da citada infração são: (i) o cliente não costumava participar da definição das estratégias de investimento, embora ele tenha reconhecido haver emitido ordens em determinados episódios; (ii) havia *day trades*, as quais exigiam um grau de conhecimento alto no mercado financeiro na qual o Investidor não detinha; e (iii) a frequência das operações é incompatível com o perfil do investidor.

Conforme entendimento do Relator, o primeiro indício não parece apto a fundamentar uma acusação de gestão irregular de carteira de valores mobiliários, pois, ainda de acordo com ele, falta um elemento essencial, qual seja, a autorização, expressa ou tácita, para que o acusado negociasse por conta do Investidor. Quando as recomendações somente são implementadas com a autorização do cliente, não se pode falar em exercício da atividade de gestão de carteira.

Os dois outros indícios, segundo o Relator, buscam preencher essa lacuna. Embora tais indícios possam embasar acusações como a analisada até então, há um contra indício relevante e apto, a pôr em dúvida a tese acusatória. Trata-se da única conversa mantida entre o Investidor e o acusado que se encontra nos autos, na qual o Investidor afirmou ter dado ordens para realizar os investimentos, porém não sabia dos custos astronômicos das operações, as quais foram indicadas por Pery Neto. Portanto, concluiu o Relator que o acusado fazia meras indicações ou sugestões, cabendo ao Cliente acatá-las ou não. Ademais, restou demonstrado que o Investidor acessava quase diariamente o sistema de *home broker*, indicando a plena ciência por parte dele nas movimentações em sua conta.

Por outro lado, o giro da carteira estava tão acima da média que causa estranheza o argumento na qual as ordens eram dadas pelo Investidor. Todavia, tal dúvida não autoriza a afirmação de que houve exercício irregular da atividade de gestão de carteira, uma vez que as demais evidências trazidas pela acusação são ilações feitas a partir de indícios.

Portanto, embora existir dúvidas quanto ao exercício irregular de carteira, o Relator, em homenagem ao princípio do *in dubio pro reo*, optou pela absolvição de Pery Neto da acusação de exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários da CVM.

CHURNING – CONTROLE SOBRE A CONTA DO INVESTIDOR

Pery Neto também foi acusado de realizar operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, pois teria feito negócios com os ativos da carteira do Investidor com o intuito de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, prática internacionalmente conhecida como *churning*.

Segundo o Relator, para provar a ocorrência de *churning*, cabe à acusação demonstrar (i) que o acusado detinha controle sobre as operações cursadas em nome do investidor; (ii) o giro excessivo da carteira de investimento, à luz do perfil do cliente; e (iii) a intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões.

No presente caso, a acusação conclui em afirmativas que Pery Neto (i) detinha controle de fato sobre a conta do Investidor e (ii) foram realizadas operações excessivamente em nome do Cliente. Porém, cabe lembrar que a acusação não fundamentou sua conclusão quanto a intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões, item no qual, segundo o Relator, era de fundamental importância para existir a prática de *churning*.

O Relator, ao analisar se Pery Neto detinha efetivamente o controle de fato sobre a conta do investidor, destaca a conversa entre o Investidor e o acusado, citado anteriormente. Nela, fica claro que o Investidor, confiando na suposta expertise do acusado, aquiescia com suas indicações de investimento sem compreender os reais efeitos. Essa confiança cega constitui claro indício de que o acusado exercia o controle de fato sobre a conta do Investidor, ao qual se somam os demais indícios referidos acima.

Segundo o Relator, o fato de o investidor ter regularmente verificado sua conta na internet não permite concluir que ele não foi mantido em erro. Na fraude, as operações transcorrem sob o manto de regularidade e o investidor declaradamente não tinha expertise para entender que o elevado número de operações realizadas em seu nome não representava, de fato, uma estratégia legítima de investimento elaborada por um suposto profissional de mercado, consistindo, em realidade, em ardil destinado a gerar mais corretagem para o acusado.

Portanto, a acusação logrou demonstrar que o acusado exercia o controle de fato da conta do Investidor.

CHURNING – NEGOCIAÇÃO EXCESSIVA

Conforme o Relator, os indicadores de *churning* são modelos gerais, que devem sempre ser analisados à luz do perfil do cliente. O primeiro indicador foi a TR da carteira. Segundo Estudo BSM, uma taxa superior a 8 indica alta probabilidade de *churning*. No caso em tela, o TR da carteira do investidor foi de 253, mais de trinta vezes superior o parâmetro adotado pelo Estudo.

O Estudo ASA, por sua vez, não indica uma taxa de giro específica como sendo indicativa da prática de *churning*, mas compara as taxas de giros de diferentes fundos ao longo dos anos. Assim, o estudo demonstra como os indicadores de *churning* variam não só ao longo dos anos como também em razão do tipo de fundo. Ele é baseado no comportamento de fundos de investimento e não compara carteiras. Para fins de referência, foi utilizado os dados coletados para fundos exclusivos, que

tiveram um TR médio de 0,8 no ano de 2011. A comparação desse valor com o TR da carteira do Investidor (253) é mais uma evidência de *churning*.

O segundo indicador utilizado pela acusação foi o C/E. O Estudo ASA novamente não apresenta um determinado número como indicativo de irregularidade, mas apresenta os custos de negociação de diferentes fundos e reflete, ano a ano, o impacto das escolhas de gestores profissionais nos custos de fundos de investimento. No ano de 2011, os fundos exclusivos tiveram um C/E médio de 0,2% segundo o Estudo ASA. No mesmo período, a carteira de investimentos do Investidor apresentou um C/E de 131%. Portanto, há outro indício da prática de *churning*.

Por fim, o Relator entendeu caracterizada a prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, segundo disposto na alínea “c” do item II da Instrução CVM nº 08/79, infringindo, portanto, o item I da mesma Instrução.

PENA:

O Colegiado decidiu, por unanimidade, absolver Pery de Oliveira Neto da imputação de prática de administração de carteira de valores mobiliários sem prévia autorização da CVM, prevista no art. 23 da Lei nº 6.385/76 c/c arts. 16, IV, “b”, da Instrução CVM nº 434/06 e 3º da Instrução CVM nº 306/99; e condená-lo à pena de multa no valor de R\$ 250.000,00, por prática de *churning*, definida na alínea “c” do item II e vedada no inciso I, ambos da Instrução CVM nº 8/79.

TENDÊNCIA JURISPRUDENCIAL:

- A atividade de administração de carteira de valores mobiliários é definida como gestão profissional de recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente, conforme o art. 23, §1º, da Lei nº 6.385/76.
- Para caracterizar a negociação excessiva deve ser demonstrado: (i) o controle sobre as operações cursadas em nome do investidor; (ii) o giro excessivo da carteira de investimentos, à luz do perfil do cliente; e, (iii) a intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões.
- Ainda que não haja autorização expressa do investidor para a administração discricionária de sua carteira de investimento, a CVM pode reconhecer o controle de fato da conta do investidor.

OBSERVAÇÕES:

DOSIMETRIA

Foi considerado como agravante o fato de a prática de *churning* ser especialmente danosa à credibilidade do mercado de valores mobiliários, uma vez que é praticada em detrimento da confiança depositada por clientes nos profissionais que atuam no mercado, e, como atenuantes, os bons antecedentes do acusado e o fato de a conduta ter vitimado um único investidor.

ANTECEDENTES JURISPRUDENCIAIS REFERIDOS:

- A atividade de administração de carteira se caracteriza quando presentes quatro elementos: (i) a gestão, assim entendida como a liberdade para estabelecer uma estratégia de investimento e, dentro dessa estratégia, executar os passos necessários para sua efetivação, comunicando-os ao cliente posteriormente; (ii) realizada em caráter profissional, como aquela que se faz por ofício, por profissão e não por simples laço de amizade ou parentesco, tendo caráter contratual, remuneratório e continuado; (iii) a entrega de recursos ao administrador para que este os administre; e (iv) a autorização, expressa ou tácita, para compra ou venda de títulos e valores mobiliários por conta do investidor: PAS CVM nº RJ 2006/4778, julgado em 17.10.2006; PAS CVM nº RJ 2008/10181, julgado em 31.03.2009; PAS CVM nº RJ 2011/940, julgado em 10.07.2012; PAS CVM nº RJ2014/8297, julgado em 08.09.2015; e, PAS CVM nº SP2012/480, julgado em 06.10.2015.
- Negociação excessiva é uma modalidade de fraude realizada por pessoas que, atuando com controle sobre recursos de terceiros, realizam excessivos negócios em nome do cliente, visando não o melhor interesse desse, mas o fim de gerar taxas e comissões para si ou para outrem: PAS CVM nº 11/2013, julgado em 30.01.2018; PAS CVM nº RJ2015/6143, julgado em 24.04.2018; e, PAS CVM nº 22/2013, julgado em 18.09.2018.
- A mera identificação de TR superior a 8 não é suficiente para caracterizar a negociação excessiva: PAS CVM nº SP2012/480, julgado em 27.10.2014; PAS CVM nº 24/2010, julgado em 27.5.2015; PAS CVM nº RJ2014/12921, julgado em 10.02.2017; e, PAS CVM nº 11/2013, julgado em 30.01.2018.