



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº SP2014/465 (19957.002637/2016-35)

Data do julgamento: 06/11/2018

Acusado: Pery de Oliveira Neto

Ementa: Suposta prática de administração de carteira de valores mobiliários sem a prévia autorização da CVM e prática de operação fraudulenta. Infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/76 c/c art. 16, inciso IV, alínea 'b' da Instrução CVM nº 434/06 e art. 3º da Instrução CVM nº 306/99. Infração ao disposto na alínea 'c' do item II da Instrução 08/79. Absolvição. Multa.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/76, decidiu:

1. **Absolver** Pery de Oliveira Neto da imputação de prática de administração de carteira de valores mobiliários sem a prévia autorização da CVM, prevista no art. 23 da Lei nº 6.385/76, c/c art. 16, inciso IV, alínea 'b' da Instrução CVM nº 434/06 e art. 3º da Instrução CVM nº 306/99;

2. Aplicar ao acusado Pery de Oliveira Neto a **penalidade de multa pecuniária de R\$ 250.000,00** pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, definida na alínea 'c' do item II e vedada no inciso I, ambos da Instrução CVM nº 08/79.

O Colegiado deliberou ainda a comunicação do resultado da Sessão de Julgamento à Procuradoria da República no Estado de Santa Catarina, em complemento ao OFÍCIO nº 68/2017/CVM/SGE, para as providências que aquele órgão julgar cabíveis.

O acusado punido terá um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 34 c/c o art. 29, ambos da Lei nº 13.506/17.

Ausente o acusado e o representante constituído nos autos.

Presente a Procuradora-federal Luciana Dayer, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Gustavo Machado Gonzalez, Relator, Carlos Alberto Rebello Sobrinho, Henrique Balduino Machado Moreira, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a Sessão.



Documento assinado eletronicamente por **Henrique Balduino Machado Moreira, Diretor**, em 30/11/2018, às 14:08, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Alberto Rebello Sobrinho, Diretor**, em 30/11/2018, às 14:21, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Machado Gonzalez, Diretor**, em 03/12/2018, às 18:26, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Pablo Waldemar Renteria, Diretor**, em 04/12/2018, às 12:10, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Santos Barbosa, Presidente**, em 11/12/2018, às 19:03, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0633696** e o código CRC **0EDD5BCE**.

This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0633696** and the "Código CRC" **0EDD5BCE**.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº SP2014/0465

Reg. Col. nº 0840/17

Acusado: Pery de Oliveira Neto

Assunto: Apurar eventual responsabilidade de Pery de Oliveira Neto pelo exercício de atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem prévia autorização da CVM, em violação ao disposto nos artigos 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c artigos 16, IV, “b”, da Instrução CVM nº 434/2006 e 3º da Instrução CVM nº 306/1999, e pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, segundo disposto na alínea “c” do item II e vedada no item I, ambos da Instrução CVM nº 08/1979.

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

RELATÓRIO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação”) para apurar eventual responsabilidade de Pery de Oliveira Neto (“Pery Neto” ou “Agente Autônomo”).

2. O processo teve origem em reclamação apresentada a esta CVM pelo investidor A.E. (“Investidor”, “Cliente” ou “Reclamante”) em face de TOV C.C.T.V.M. Ltda. (“TOV” ou “Corretora”), com alegações de realização de operações sem emissão de ordens em sua carteira de investimento, resultando em prejuízos e superveniência de saldo devedor. Após a realização de diligências, a SMI ofereceu Termo de Acusação (fls. 474/491) em desfavor de Pery Neto, então agente autônomo de investimento, por (i) prática de administração de carteira de valores mobiliários sem o devido registro junto à



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

CVM, em violação ao disposto nos artigos 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c, 16, IV, "b", da Instrução CVM nº 434/2006 e 3º da Instrução CVM nº 306/1999¹, e (ii) prática de *churning*, considerada pela acusação como operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I da Instrução CVM nº 8/1979, conceituada no item II, “c”, dessa mesma Instrução².

II. ACUSAÇÃO

II.1. ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRA DE VALORES MOBILIÁRIOS SEM AUTORIZAÇÃO

3. Narra a Acusação que o Investidor tornou-se cliente da TOV em outubro de 2009. Por meio de ato unilateral, a TOV mudou o agente autônomo que atendia o Cliente, que passou 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 saldo negativo de aproximadamente R\$34 mil devido a perdas com operações, custos de transação e multas por falta de liquidação financeira, sem que houvesse retiradas no período mencionado.

4. Instada a se pronunciar, a TOV forneceu cópia de conversa mantida por serviço de mensagens instantâneas entre o Investidor e Pery Neto em que se discutiam os prejuízos sofridos, a existência de ordens por parte do Investidor, a possibilidade de reposição do capital perdido e a dispensa de pagamento de multa. Segundo a Acusação, a conversa

¹ 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. § 2º - Compete à Comissão estabelecer as normas a serem observadas pelos administradores na gestão de carteiras e sua remuneração, observado o disposto no Art. 8º inciso IV.

Art. 16. É vedado ao agente autônomo de investimento: [Omissis] IV – contratar com investidores a prestação de serviços de: b) administração de carteira de títulos e valores mobiliários, salvo se o agente autônomo – pessoa natural, autorizado pela CVM também para exercer a atividade de administração de carteira, não estiver contratualmente vinculado, direta ou indiretamente, a entidades do sistema de distribuição de valores.

Art. 3º A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM.

² I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para 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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

contradiz as alegações iniciais do Investidor, no sentido de que não teria emitido ordens para nenhuma das operações por ele reclamadas, tendo declarado, *in verbis* “não falei que não dei ordens, falei sim que eu não sabia do custo astronômico das operações que você indicou”.

5. A Corretora foi solicitada a apresentar comprovações sobre a emissão de tais ordens referentes a uma selecionada amostra de negócios realizados em nome do Investidor. Ainda que contasse com um sistema de gravação telefônica instalado no escritório em que o Agente Autônomo atuava, a Corretora não disponibilizou estas gravações ou qualquer outra comprovação requisitada, tendo, posteriormente, afirmado que as ordens referentes aos negócios contidos na amostra teriam sido realizadas por meio do sistema de *home broker*. Entretanto, ao analisar as informações enviadas pela TOV, a SMI verificou que as ofertas referentes à amostra foram inseridas pela porta de repassador e não por *home broker*, o que não comprovaria a inserção de ofertas pelo Investidor.

6. Instado a se manifestar novamente, A.E. declarou que raramente transmitia ordens e que as estratégias de investimento eram tomadas pelo acusado, sem o seu “de acordo”.

7. Adicionalmente, a TOV demonstrou que o sistema de *home broker* do Cliente foi acessado quase diariamente, indicando ciência das movimentações em sua conta mantida junto à Corretora. Esse entendimento foi reforçado pela afirmação do próprio Investidor de que ninguém além dele possuía a senha para acessar o mencionado sistema, e de que recebia, periodicamente, os Avisos de Negociação de Ações (ANAs) da BVMF informando as alterações da sua conta.

8. A Acusação concluiu que Pery Neto exerceu administração de carteira de valores mobiliários sem registro prévio junto à CVM, pois 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 cliente³.

9. De acordo com a SMI, a efetiva gestão estaria comprovada, pois, ainda que o Cliente tenha reconhecido haver emitido ordens em determinados episódios, ele não costumava participar da definição das estratégias de investimento ou do processo de execução dessas estratégias, tendo o Agente Autônomo, portanto, liberdade para fazê-lo.

³ A Acusação adotou o entendimento firmado no PAS CVM RJ2006/4778, Dir. Rel. Pedro Marcilio, j. em 17.10.2006.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Entre as operações cursadas havia diversos *day trades*, operações a termo e de empréstimo BTC para venda a descoberto/arbitragens, operações estas que exigiriam um grau de conhecimento do mercado financeiro que o Investidor não detinha. A frequência das operações realizadas também teria se mostrado incompatível com a profissão de A.E..

10. O profissionalismo da gestão decorreria do fato de o acusado ter atuado como preposto da Corretora durante pelo menos cinco meses, portanto, um trato continuado. Pery Neto teria tomado contato com o Investidor por indicação da própria Corretora, sendo remunerado por meio de rebates de corretagens pelas operações realizadas em nome do Cliente.

11. O requisito de entrega de recursos estaria evidenciado no fato de que o Investidor tinha ciência de que, durante meses, operações estavam sendo cursadas em seu nome pelo Agente Autônomo e, mesmo assim, permaneceu inerte, confirmando sua confiança de que o Acusado negociasse em seu nome.

12. Por fim, a autorização para a realização das operações seria tácita, pois, tendo ciência das operações cursadas em seu nome pelo Agente Autônomo durante prolongado período, o Investidor, ainda que não fosse capaz de compreender as estratégias e operações que eram realizadas, tolerou sua realização.

II.2. OPERAÇÃO FRAUDULENTA

13. Pery Neto é também acusado de prática de operação fraudulenta no período de 4 de abril a 12 de setembro de 2011, em infração ao inciso I da Instrução CVM nº 08/1979.

14. Segundo a Acusação, ele detinha controle de fato sobre a conta do Cliente e utilizou esse controle para realizar operações em volume exagerado, com a intenção de obter vantagem indevida, uma vez que sua remuneração era atrelada às receitas de corretagem auferidas pela TOV nas operações realizadas em nome do Investidor (prática internacionalmente conhecida como *churning*).

15. Para caracterizar a excessividade da quantidade e do volume de negócios, a SMI analisou as operações cursadas em nome do Investidor e calculou o índice de giro de carteira (TR, *turnover ratio*), que mede 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 patrimônio (C/E, *cost-equity ratio*), que reflete a rentabilidade anual mínima que a



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

carteira teria que atingir somente para compensar os custos de transação. No período analisado, o TR foi calculado em 253 e o C/E em 131%, valores que ultrapassariam em muito aqueles tidos como razoáveis (respectivamente, 8 e 21%). A análise dos dados pela SMI se baseou nos estudos sobre o tema elaborados pela BM&FBOVESPA Supervisão de Mercado (“BSM”) e pela Assessoria de Análise e Pesquisa da CVM (“ASA”)⁴. Além das métricas mencionadas, o fato de haver registro de operações cursadas em nome do Investidor em 70 dos 112 pregões do período seria mais uma evidência de negociação excessiva.

16. Diante disso, a Acusação conclui que os elementos que configuram a prática de operação fraudulenta estariam presentes, quais sejam: (i) utilização de ardil ou artifício; (ii) indução ou manutenção de terceiro em erro; e (iii) intenção de obter vantagem ilícita para si ou terceiros.

17. O ardil ou artifício estaria comprovado pelo fato de que o Agente Autônomo, por meio de movimentação da conta do Investidor, negociou volume excessivo de operações em um curto espaço de tempo.

18. A SMI alega que Pery Neto teria induzido e mantido o Investidor em erro, ao realizar e/ou recomendar operações que seriam contrárias aos interesses dele, incluindo operações complexas e incompreensíveis pelo Cliente. Além disso, haveria falta de clareza na prestação de informações ao Investidor relacionadas às perdas, custos excessivos e despesas que envolveram as operações.

19. Finalmente, segundo a Acusação, Pery Neto teria obtido vantagem patrimonial ilícita, já que sua remuneração era vinculada às receitas de corretagem auferidas pela TOV nas referidas operações.

⁴ Os indicadores foram analisados em estudos publicados pela BSM e pela ASA(CVM):

Gerência de Análise e Estratégia da BM&FBovespa Supervisão de Mercados. Relatório de Análise 001/2011 - Determinação dos parâmetros para a caracterização da prática de churning no Brasil. Julho/2011. Disponível em: <http://www.bsm-autoregulacao.com.br/assets/file/noticias/REL-GAE-01-2011-Churning.pdf>.

Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA-CVM). Indicadores de Churning (Julho/2013). Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Estudo_Churning.pdf.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

III. MANIFESTAÇÃO DA PFE-CVM

20. Em 14.04.2017, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM entendeu que a peça acusatória preenchia os requisitos constantes dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/2008 (fls. 468/472).

IV. DEFESA

21. O Acusado apresentou defesa tempestiva (fls. 520/545) alegando, em preliminar, que houve nulidade decorrente da inobservância ao disposto no artigo 11 da Deliberação CVM nº 538/2008, uma vez que ele só teria tomado conhecimento do presente processo quando foi intimado para apresentação das razões de defesa sem que lhe tivesse sido dada oportunidade de manifestação na fase investigativa.

22. No mérito, alega, em síntese, que mantinha contato diário com o Investidor através de programa de mensagens instantâneas, mas não tinha autonomia para escolher as ações e quantidades que deveriam ser compradas e vendidas. Todas as ordens teriam sido transmitidas pelo Reclamante (o que viria informado na sua própria ficha cadastral junto à Corretora), que também definia a estratégia de investimento.

23. Afirma que a conversa apresentada pela Acusação deixa claro que A.E. 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 (extratos de conta, notas de corretagem, extratos de custódia e avisos de negociação de ativos).

24. Por fim, afirma o Acusado que as ordens inseridas por ele no sistema seriam do tipo administradas, aquelas em que o investidor especifica a quantidade e as características dos ativos a serem comprados ou vendidos. O Agente Autônomo seria responsável, portanto, apenas por executá-las, sem ter liberdade para definir a estratégia de investimento, já que o Investidor sempre estava à frente das operações.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 6 de novembro de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº SP2014/0465

Reg. Col. nº 0840/17

Acusado: Pery de Oliveira Neto

Assunto: Apurar eventual responsabilidade de Pery de Oliveira Neto pelo exercício de atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem prévia autorização da CVM, em violação ao disposto no artigo 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c artigos 16, IV, “b”, da Instrução CVM nº 434/2006 e 3º da Instrução CVM nº 306/1999, e pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, segundo disposto na alínea “c” do item II e vedada no item I, ambos da Instrução CVM nº 08/1979.

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Neste PAS¹ julgamos a responsabilidade de Pery Neto por ter supostamente (i) exercido a atividade de administração de carteira de valores mobiliários sem a prévia autorização desta CVM e (ii) realizado negociações com os ativos da carteira supostamente administrada com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros.

2. Preliminarmente, analisarei a alegação sobre suposta violação ao artigo 11 da Deliberação CVM nº 538/2008. Em relação ao mérito, tratarei primeiramente da imputação sobre a administração irregular de carteiras e, em seguida, da acusação sobre a suposta prática de operação fraudulenta.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

II. PRELIMINAR

3. Em sede preliminar, o Acusado alega nulidade do processo em razão da inobservância ao artigo 11 da Deliberação CVM nº 538/2008. Nesse sentido, destaca só ter tomado conhecimento do feito quando intimado para apresentação das razões de defesa, sem que lhe tivesse sido dada oportunidade de manifestação na fase investigativa.

4. O argumento não merece prosperar, por, pelo menos, duas razões.

5. Em primeiro lugar, porque durante a fase investigativa (15.01 e 22.01.2015) a área técnica buscou, com base nas informações que lhe eram acessíveis², obter informações do Acusado a respeito dos fatos descritos no termo de acusação. Contudo, as correspondências enviadas retornaram à CVM sem resposta³. Resta claro, portanto, que a área técnica buscou obter esclarecimentos de Pery Neto em respeito à mencionada Deliberação.

6. Mesmo que assim não fosse, este Colegiado já assentou o entendimento que 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. Com efeito, a norma em comento não confere um direito subjetivo ao investigado, nem deve ser confundido com defesa prévia.

7. Ressalto, por fim, que o direito de ampla defesa do Acusado não foi infringido, uma vez que teve acesso aos autos do processo em sua totalidade, com tempo hábil para apresentar as devidas contestações sobre todos os pontos alegados (fls. 520/536).

8. Assim, diante do exposto, voto pela rejeição da preliminar suscitada pelo Acusado.

III. MÉRITO

III.1. ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRA DE VALORES MOBILIÁRIOS SEM AUTORIZAÇÃO

9. O exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários está sujeito à autorização prévia da CVM, conforme determinam o artigo 23, caput, da Lei nº 6.385/1976 e o artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999 (vigente à época dos fatos⁴).

² Fls. 333, 348 e 349.

³ Ofício/CVM/SMI/GMN/nº 05/2015 (fls. 341/343) e AR (fls. 385/386); e Ofício/CVM/SMI/GMN/nº 09/2015 (fls. 350/352) e AR (fls. 387/388).

⁴ A Instrução CVM nº 306/1999 foi revogada pela Instrução CVM nº 558, de 26.03.2015.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

10. A atividade é definida no §1º do artigo 23 da Lei nº 6.385/1976 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”.

11. É importante ressaltar que a infração administrativa aqui analisada só é configurada quando (i) a prática for caracterizada de fato como administração de carteira de valores mobiliários; e (ii) o agente, quando do exercício dessa atividade, não apresente autorização da CVM que o habilite para tal. O que não preenche esses dois requisitos não é administração irregular de carteira e não deve ser punido como tal, o que não quer dizer que não possa, eventualmente, caracterizar outros ilícitos administrativos.

12. No caso em tela, há controvérsia em relação ao primeiro requisito.

13. Segundo o entendimento da CVM, consubstanciado em diversos precedentes, 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 investidor⁵.

14. Vale ressaltar que os agentes autônomos de investimento estão sujeitos à proibição específica de exercerem a mencionada atividade, como regra geral, por força do artigo 16, inciso IV, b, da Instrução CVM nº 434/2006, vigente à época dos fatos. A proibição foi mantida na Instrução CVM nº 497/2011 (artigo 13, inciso IV), norma hoje em vigor.

15. Voltando ao caso concreto, o conjunto probatório trazido pela Acusação não me parece apto a autorizar a conclusão de que houve exercício de fato da mencionada atividade pelo Acusado. Especificamente, o primeiro elemento antes mencionado não restou demonstrado de maneira suficiente. Com efeito, a SMI fundamentou suas conclusões a respeito do elemento “gestão” nos seguintes indícios:

⁵ E.g. PAS CVM nº RJ 2006/4778, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 17.10.2006; PAS CVM nº RJ 2008/10181, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 31.3.2009; PAS CVM nº RJ 2011/940, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 10.07.2012; PAS CVM nº RJ2014/8297, Dir. Rel. Pablo Waldemar Renteria, j. em 08.09.2015; PAS CVM nº SP2012/480, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 06.10.2015.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- i. Embora o Cliente tenha reconhecido haver emitido ordens em determinados episódios, ele não costumava participar da definição das estratégias de investimento ou do processo de execução dessas estratégias;
- ii. Entre as operações cursadas havia diversos *day trades*, operações a termo e de empréstimo BTC para venda a descoberto/arbitragens, operações estas que exigiriam um grau de conhecimento do mercado financeiro que o Investidor, inexperiente, não detinha; e
- iii. A frequência das operações realizadas também teria se mostrado incompatível com a profissão de A.E..

16. O primeiro indício não me parece apto a fundamentar uma acusação de gestão irregular de carteira de valores mobiliários. A definição de estratégia de investimento para subsidiar recomendação de investimento, com posterior implementação da ordem não caracteriza a atividade de gestão de carteira. 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.

17. Os dois outros indícios parecem buscar preencher essa lacuna, configurando a entrega de recursos para gestão discricionária do Acusado. Embora esses elementos possam, em muitos casos, embasar acusações como a aqui analisada, penso que há um contraindício relevante e apto, no presente caso, a pôr em dúvida a tese acusatória. Trata-se da única conversa mantida entre o Investidor e o Acusado que se encontra nos autos, com o seguinte teor⁶:

Pery Neto: Oi.

Investidor: Fale.

Pery Neto: Preciso falar como você sobre o que aconteceu. Digo, você já fez os cálculos das operações sobre perdas e ganhos?

Investidor: 200 mil de perdas.

Pery Neto: Em operações, A.E.. Quero falar com você exatamente sobre as operações.

Investidor: Sim, pois se as operações causaram todo este prejuízo então foram elas.

⁶ Fls. 135/136. Conversa mantida em 03.10.2011. Há edições de acentuação e pontuação.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Pery Neto: Estou me prejudicando na corretora, não pelo fato de ter infelizmente perdido nas operações, mas que você alega que não deu as ordens. Eu sei que você está muito chateado com isso, mas pensa nisso, se realmente você sabia ou não das operações. Eu quero de coração te ajudar.

Investidor: Não falei que não dei ordens, falei sim que eu não sabia do custo astronômico das operações que você indicou.

Pery Neto: Eu posso tentar mais uma vez falar sobre os custos dessas multas, de você, por exemplo, tentar reduzir para que não fique ao menos negativo na corretora. Pois eu não menti para você e não te enganei. Essas multas vêm desde 2010. Eu não atendia você nesse período e nunca havia sido cobrada. Falo tudo isso porque o real problema é a multa.

(continua, sem grifos no original)

18. No primeiro trecho sublinhado, o Investidor parece confirmar ter de alguma forma dado ordens para que operações com valores mobiliários fossem realizadas em seu nome. O segundo trecho destacado segue o mesmo sentido, qual seja, o de que o Acusado fazia meras indicações ou sugestões, e cabia ao Cliente acatá-las ou não. Ademais, restou demonstrado que A.E. acessava quase diariamente o sistema de *home broker*. O fato indica que o Investidor tinha ciência das movimentações em sua conta mantida junto à Corretora.

19. Por outro lado, o giro da carteira era tão elevado que causa estranheza o argumento da defesa de que as ordens eram dadas pelo Investidor. No meu sentir, todavia, essa dúvida não autoriza a afirmação de que houve exercício irregular da atividade de gestão de carteira, dado que as demais evidências trazidas pela acusação (resumidas no item 14 acima) são, de fato, ilações feitas a partir de indícios, nomeadamente, a complexidade das operações e a suposta incompatibilidade entre a frequência dos negócios e a profissão do Investidor.

20. O fato de a corretora não ter apresentado o registro de muitas ordens, mesmo que grave, não altera essa conclusão; caso contrário, estaríamos dando à falta de documentação um peso maior do que aquele que damos a um documento que existe e está nos autos, especialmente quando se considera que a prova existente favorece o Acusado.

21. Assim, embora tenha dúvidas quanto ao exercício irregular de carteira – melhor dizendo, justamente por ter dúvidas e não ter firmado convicção – me vejo obrigado, em homenagem ao princípio do *in dubio pro reo*, a votar pela absolvição de Pery Neto da



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

acusação de exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários sem autorização da CVM.

III.2. NEGOCIAÇÃO EXCESSIVA

22. Pery Neto é também acusado de realizar operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, pois teria feito negócios com os ativos da carteira supostamente administrada com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, prática internacionalmente conhecida como *churning*.

23. Como já tive oportunidade de manifestar em outras ocasiões⁷, a 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.

24. Em se tratando de processo administrativo sancionador que verse sobre negociação excessiva, entendo que cabe à acusação demonstrar não só (i) que o acusado detinha controle sobre as operações cursadas em nome do investidor e (ii) o giro excessivo da carteira de investimentos, à luz do perfil do cliente, como também (iii) a intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões.

25. No caso em apreço, a Acusação fundamenta sua conclusão em afirmativas de que Pery Neto (i) detinha controle de fato sobre a conta do Investidor e (ii) foram realizadas operações excessivamente em nome do Cliente.

Controle sobre a conta

26. Começo pelo controle sobre a conta, que é verdadeiro pré-requisito para verificar se negociações excessivas podem configurar a prática do *churning*. Com efeito, o fato de a conta ter sido girada em patamares excessivos, incompatíveis com o perfil do investidor, normalmente não configura fraude caso o próprio titular da conta tenha realizado as operações de forma consciente.

27. A demonstração do controle não desperta maiores controvérsias em casos em que o investidor formalmente transfere recursos para gestão de um terceiro, seja mediante a

⁷ PAS CVM nº 11/2013, j. em 30.01.2018; PAS CVM nº RJ2015/6143, j. em. 24.04.2018; e PAS CVM nº 22/2013, j. em 18.09.2018.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

celebração do contrato de gestão de carteira ou o aporte em um fundo de investimentos, seja em casos em que se verifica o exercício irregular da atividade de gestão de carteira. Não obstante, o controle exigido para a caracterização do *churning* não se confunde com a gestão discricionária exigida para a caracterização da atividade de administração, regular ou irregular, de carteira de valores mobiliários.

28. Nesse sentido, faço referência à experiência desenvolvida nos tribunais norte-americanos que, ao menos desde a edição da Lei de Bolsas (*Securities Exchange Act*) em 1934, lida com casos de *churning*. Naquele país, há décadas se consolidou o entendimento de que, para fins de verificação da indigitada modalidade de fraude, o controle da conta do cliente pode ser caracterizado quando ele, por falta de conhecimento e experiência sobre operações com valores mobiliários, consistentemente segue as recomendações do agente, por confiança, sem conseguir entendê-las adequadamente. Sobre o assunto, Louis Loss:

“Churning, in essence, involves a conflict of interest in which a broker or dealer seeks to maximize his or her remuneration in disregard of the interest of the customer. The broker-dealer is most likely to have control over the customers’ account to exploit this conflict of interest when the customer has expressly granted to the broker-dealer discretionary authority to trade.

Control can exist also in a nondiscretionary account when the broker-dealer in fact exercises discretion over the account either because of unknow or unauthorized trades or because the customer routinely accepts the broker-dealer’s recommendations, typically because the customer is naïve, unsophisticated, or inexperienced.”⁸

29. Cito, a título de exemplo, dois casos oriundos da jurisprudência estadunidense:

“The Commission has held that excessive trading occurs when a registered representative has control over trading in an account and the level of activity in that account is inconsistent with the customer’s objectives and financial situation. De facto control is established if a customer relies on a broker’s advice because the customer is unable to evaluate the broker’s recommendations and exercise independent judgment.” Harry Gliksman, 54 S.E.C. 471, 475 (1999)

“Control of trading is an essential element of churning. In the absence of an express agreement, control may be inferred from the broker-customer relationship when the

⁸ LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Securities Regulation*. Fourth Edition, Volume VIII. Nova York: Wolters KluwerLaw & Business, 2012, pp. 427-428.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

customer lacks the ability to manage the account and must take the broker's word for what is happening. However, a customer retains control of his account if he has sufficient financial acumen to determine his own best interests and he acquiesces in the broker's management.” Carras v. Burns, 516 F.2d 251, 258 (4th Cir. 1975)

30. Embora o direito estrangeiro não seja, a toda evidência, determinante para a construção do direito pátrio, não há razão para que as regras brasileiras que reprimem a prática do *churning* sejam interpretadas de modo diverso das regras norte-americanas no que se refere à possibilidade de reconhecimento do controle de fato.

31. Afinal de contas, o *churning* é, em última instância, uma modalidade de fraude. Estabelece-se, em primeiro lugar, uma relação de confiança entre o investidor e o agente que alegadamente possui expertise no mercado de capitais, mas que pauta sua atuação não em função dos interesses do cliente, mas em buscar gerar remuneração para si. As operações são aparentemente regulares e os resultados parecem decorrer do jogo natural do mercado. Não é isso, contudo, que ocorre em realidade, uma vez que os negócios buscam gerar remuneração para o agente e não rentabilidade para o cliente.

32. Em tais casos, a conduta preenche os elementos que caracterizam a realização de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM nº 08/1979. Vale dizer, o investidor, por falta de conhecimento técnico, é induzido em erro pelo profissional de mercado⁹, segue recomendações maliciosas e acaba por autorizar negócios que não sabe danosas ao seu patrimônio e que se traduzem em ganhos ilícitos àquele em que depositou confiança.

33. Feitas essas considerações, retorno ao exame do caso concreto. Na seção anterior, propus a absolvição do Defendente da acusação de gestão irregular, diante da insuficiência de provas e do princípio de presunção de inocência. Ao firmar convicção, ponderei que a única conversa entre Investidor e o Acusado tornava duvidosa a entrega dos recursos, requisito essencial para caracterização daquele tipo.

⁹ Esse elemento é fundamental para caracterização do *churning*. O investidor sofisticado pode operar rotineiramente com base em recomendações do intermediário, sem que se possa dizer que há uma transferência do controle da conta. Vale voltar novamente à lição de Loss, Seligman e Paredes: “[a]lthough some cases have found the requisite degree of control to be met ‘when the client routinely follows the recommendations of the broker’, analysis that stops at this point is too simple. Often quite sophisticated investors routinely follow a broker’s recommendation. The real issue is whether the investor was capable of independently evaluating the recommendations. If the investor could do so, then the fact that the recommendations originated with a broker-dealer is of little or no consequence”. LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Op. cit.*, p. 429.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

34. Os elementos necessários para caracterização do controle de fato em casos de *churning* são, contudo, distintos daqueles exigidos para comprovar a gestão discricionária, e a indigitada conversa demonstra 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 no item 15 acima.

35. Noto, nessa perspectiva, que o fato de o Investidor ter regularmente checado sua conta na internet não nos 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.

36. Por todo o exposto, penso que a Acusação logrou demonstrar que o Acusado exercia o controle de fato da conta do Investidor. Passo, portanto, ao exame dos indícios de negociação excessiva.

Negociação excessiva

37. No tocante à demonstração da excessividade das operações realizadas pelo Investidor, a Acusação emprega os indicadores amplamente utilizados pela literatura e jurisprudência, daqui e do exterior. Os indicadores de *churning* são, contudo, modelos gerais, que devem sempre ser analisados à luz do perfil do cliente, como enfatizei em outra oportunidade.

38. O primeiro indicador foi a taxa de giro da carteira (*turnover ratio*, “TR”), que mede a razão entre o total de operações realizadas¹⁰ e o patrimônio da carteira de investimentos. Segundo o Estudo BSM, uma taxa superior a 8 indica alta probabilidade de *churning*, embora não seja sozinho conclusiva para caracterizar a irregularidade¹¹. No caso em tela, o

¹⁰ Há diferentes formas de calcular o TR, que podem considerar, por exemplo, apenas as compras ou as vendas. Sobre o assunto, cf. Estudo ASA.

¹¹ PAS CVM nº SP2012/480, j. em 27.10.2014, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; PAS CVM nº 24/2010, j. em 27.5.2015, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes; PAS CVM nº RJ2014/12921, j.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

TR da carteira do Investidor foi de 253, mais de trinta vezes superior ao parâmetro adotado pelo Estudo da BSM.

39. 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 (exclusivos e não exclusivos, com poucos ou muitos cotistas) 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.

40. O Estudo ASA é baseado no comportamento de fundos de investimento e não compara carteiras. Para fins de referência, irei utilizar aqui 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*.

41. O segundo indicador utilizado pela acusação foi a razão custo sobre o patrimônio (“C/E”, *cost-equity ratio*), que reflete a rentabilidade anual mínima que a carteira teria que atingir somente para compensar os custos de transação.

42. O Estudo BSM propõe que se adote como o valor de 21% a.a. como marco para determinar se o C/E é indicativo de *churning*, tomando como base a rentabilidade média do Ibovespa entre 1996 e 2010. Como ressaltai no voto que proferi no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2013, julgado em 30.01.2018, entendo que a metodologia empregada no Estudo BSM fez com que o marco indicativo de irregularidade fosse fixado em um ponto excessivamente alto.

43. O Estudo ASA, por sua vez, novamente não apresenta um determinado número como indicativo de irregularidade, mas apresenta os custos de negociação de diferentes fundos (separados, novamente, entre exclusivos e não exclusivos e com poucos ou muitos cotistas) 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.

44. No mesmo período, a carteira de investimentos do Investidor apresentou um C/E de 131%. A comparação entre o C/E da carteira do Investidor, cujo controle de fato era

em 10.02.2017, Dir. Rel. Pablo Waldemar Renteria; PAS CVM nº 11/2013, j. em 30.01.2018, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

exercido pelo Acusado, e aqueles indicados nos Estudos BSM e ASA demonstra de maneira contundente a prática de *churning*.

45. Ante todo o exposto, entendo caracterizada a prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, segundo disposto na alínea “c” do item II da Instrução CVM nº 08/1979, infringindo, portanto, o item I da mesma Instrução.

III. CONCLUSÃO

46. Antes de concluir, gostaria de pontuar a importância da correta e adequada prestação de informações pelos intermediários e agentes autônomos acerca dos produtos oferecidos e seus riscos¹², bem como de se conhecer e respeitar o perfil do investidor. Conforme observado nos autos do processo, o Investidor suscitou dúvidas pertinentes sobre o custo das operações realizadas e multas aplicáveis, demonstrando que ele não estava totalmente a par dos detalhes dos negócios por ele autorizados.

47. A fim de evitar esse tipo de desalinhamento a CVM editou a Instrução CVM nº 539/2013 (posterior aos fatos aqui analisados) para tratar especificamente do tema, estabelecendo novas normas, dentre elas a de vedação da realização de oferta ou recomendação quando for identificado que o produto ou serviço não é adequado ao perfil do cliente.

48. Embora não se refira diretamente à negociação excessiva, o artigo 2º, §5º, da Instrução CVM nº 539/2013 repele sua prática ao proibir que pessoas habilitadas de atuar como integrantes do sistema de distribuição ou consultores de valores mobiliários, de recomendar produtos, serviços ou operações que, isoladamente ou em conjunto, impliquem custos excessivos e inadequados ao perfil do cliente¹³. A norma busca proteger os investidores do mercado, densificando a obrigação dos profissionais de mercado de atuarem no melhor interesse de seus clientes, algo que em muito se coaduna com os objetivos expressos no artigo 4º da Lei nº 6.385/1976 e que orientam toda a atuação da CVM.

49. Passo, por fim, à fixação da penalidade a ser cominada ao Acusado.

¹² Artigo 32 da Instrução CVM nº 505/2011.

¹³ § 5º No cumprimento do dever previsto no caput do art. 2º, as pessoas referidas no art. 1º devem considerar os custos diretos e indiretos associados aos produtos, serviços ou operações, abstendo-se de recomendar aqueles que, isoladamente ou em conjunto, impliquem custos excessivos e inadequados ao perfil do cliente.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

50. Começo assinalando que a prática de *churning* é considerada grave para os fins previstos no §3º do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, nos termos do item III da Instrução CVM nº 08/1979¹⁴. De fato, a mencionada conduta é 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. Por outro lado, contam a favor do Acusado os seus bons antecedentes e o fato de a conduta ter vitimado um único investidor. Fixo, portanto, a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$250.000,00.

51. Por todo o exposto, com fundamento no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, voto:

- i. pela absolvição de Pery de Oliveira Neto da imputação de prática de administração de carteira de valores mobiliários sem prévia autorização da CVM, prevista no artigo 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c artigos 16, IV, “b”, da Instrução CVM nº 434/2006 e 3º da Instrução CVM nº 306/1999; e
- ii. pela condenação de Pery de Oliveira Neto à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais), por prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, definida na alínea “c” do item II e vedada no inciso I, ambos da Instrução CVM nº 08/1979.

52. Finalmente, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado à Procuradoria da República no Estado de Santa Catarina, em complemento ao OFÍCIO/nº 68/2017/CVM/SGE, para as providências que julgar cabíveis.

É como voto.

Rio de Janeiro, 6 de novembro de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator

¹⁴ Item III da Instrução CVM 08/1979 - Considera-se falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. 11, Incisos I a VI da Lei nº 6.385/1976, o descumprimento das disposições constantes desta Instrução.