

Interessados: Marcelo Toledo
Citigroup GMB CCTVM S.A. (atual denominação da Intra S.A. CCV)

Assunto: Recurso em processo de Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos

Diretor Relator: Otavio Yazbek

Relatório

I. Objeto

1. Trata-se de recurso apresentado por Marcelo Toledo ("Reclamante") contra a decisão da BM&FBovespa Supervisão de Mercados ("BSM") que indeferiu o seu pedido de ressarcimento, dirigido ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos ("MRP"), por prejuízos decorrentes de operações que teriam sido realizadas sem a sua autorização, por intermédio da Intra S.A. CCV (antiga denominação da Citigroup GMB CCTVM S.A.) ("Reclamada").

II. Procedimento na BSM

2. Na reclamação protocolada em 3.10.2008 (fls. 16-18), o Reclamante solicitou o ressarcimento do prejuízo de R\$ 20.350,00, oriundo das operações realizadas em seu nome entre 25.4.2008 e 7.7.2008, por intermédio da Reclamada. Para fundamentar seu pedido, o Reclamante alegou, resumidamente, que:
 - i. começou a investir no mercado de ações "*no final de 2007 através do site do Banco do Brasil*", operando sozinho no mercado à vista;
 - ii. "*como não tinha tempo para ficar acompanhando o mercado*", decidiu "*colocar [seu] dinheiro em uma corretora*";
 - iii. em 24.4.2008 e em 13.5.2008, realizou dois depósitos que totalizaram R\$ 45.000,00 com o objetivo de "*fazer compras e vendas de ações à vista, com o objetivo de obter um lucro superior ao da poupança*";
 - iv. a Reclamada, desde o início do seu relacionamento, ressaltou que (a) "*o capital estaria sempre protegido e que em média teria lucro de 3 a 5% ao mês*"; e que (b) "*a corretora (...) sempre (...) compraria ações de duas ou mais empresas, pois esta era outra maneira de proteger o capital*";
 - v. "*ficou acordado também que todas as transações deveriam ser previamente autorizadas pelo investidor*", inclusive porque "*a corretora sofria auditorias periódicas e era necessária a apresentação de autorização para cada ordem realizada*";
 - vi. ao analisar o extrato de maio de 2008 (fl. 20) e constatar um saldo negativo de R\$ 201.105,31, imediatamente entrou em contato com a Reclamada que, então, lhe sugeriu a realização de operações com opções de compra e venda. Ele aceitou por, alegadamente, não conhecer o mercado a termo e por acreditar na boa-fé da pessoa que o atendia na Reclamada, administrando sua conta, o Sr. Francisco Garcia; e
 - vii. "[i]sso perdurou até quando [um corretor de outra corretora] aconselhou que se vendesse tudo e pagasse a dívida, pois caso contrário, o capital seria totalmente perdido". Quando, porém, foi avisar esta sua decisão ao Sr. Francisco Garcia, foi informado que sua posição já havia sido liquidada, pois "*'o pessoal de São Paulo' (Intra-São Paulo) [exigira] que as contas de Londrina deveriam ser zeradas, pois era a melhor forma de proteger o cliente*".
3. Ao ser questionado pela BSM, o Reclamante (fls. 45, 61, 115-117) esclareceu, em acréscimo ao que já fora descrito acima, que:
 - i. especificamente sobre que as datas e valores das operações questionadas, não tinha "*como especificar [tais] datas, uma vez que todas as ordens realizadas em forma de termo e opções não eram entendidas por mim e foram sempre questionadas para melhor entendimento*";
 - ii. "*recebia (...) o Aviso de Negociação em Ativos (ANA), porém nada podia fazer, uma vez que estava com um montante comprado em forma de termo, muito maior que [o] capital investido*"; e que
 - iii. "*todas as ordens realizadas não foram previamente autorizadas por telefone ou e-mail, inclusive as ordens de compra à vista. Mas quando a compra era à vista eu acaba concordando, pois no meu pensamento o risco era menor e calculado*".
4. A Reclamada, em sua defesa (fls. 90-102), alegou, em síntese, que:
 - i. a partir da análise da *Ficha Cadastral do Reclamante e dos Extratos de Conta Corrente*, pode-se concluir que (a) "*o Reclamante declarou operar por conta própria*" e que (b) "*todas as operações realizadas estavam compatíveis com a situação patrimonial por ele declarada*";
 - ii. "[c]omo se pode verificar na sua *Ficha Cadastral*, o Reclamante é pessoa com formação superior (químico), plenamente capacitado a entender o funcionamento do mercado de ações e os riscos inerentes às operações

realizadas nesse segmento”;

- iii. a partir das manifestações do Reclamante, pode-se dizer que ele *“reconhece que (a) recebeu os ANAs na sua residência; (b) as operações só poderiam ser realizadas com a sua autorização/consentimento; e (c) tinha pleno conhecimento das operações a termo realizadas em seu nome”*. Ou seja, *“todas as operações realizadas em nome do Reclamante contaram com a sua autorização”;*
 - iv. *“[c]omo poderia o Reclamante, que sempre operou sozinho antes do relacionamento com a INTRA CCV (...) declarar posteriormente não conhecer as regras do mercado?”*
 - v. mesmo que se assumisse como verdade a alegação de que o Reclamante não poderia fazer nenhum movimento na sua carteira de investimentos porque, como ele mesmo disse, *“estava com um montante comprado a termo”*, não haveria razão para ele não ter apresentado nenhuma contestação já quando da primeira operação a termo, realizada em 24.4.2008; e
 - vi. como *“em 1º.7.2008, o Reclamante possuía saldo negativo em conta corrente no valor de R\$ 20.876,90”* e, neste pregão, outros R\$ 18.103,50 foram exigidos a título de margem, a Reclamada decidiu executar as garantias além de determinar a venda de 4.000 ações objeto do contrato a termo, tudo em linha com a sistemática de exigência das garantias prevista no Regulamento de Operações da Bolsa de Valores de São Paulo.
5. A Gerência Jurídica da BSM, depois de considerar os documentos acima descritos, assim como as informações reunidas no Relatório de Auditoria BSM/GAP n.º 061/09 (fls. 67-81), apresentou seu parecer (fls. 118-135), opinando pela improcedência do pedido do Reclamante, pelos seguintes motivos:
- i. com assinatura do contrato com a corretora, *“o Reclamante exteriorizou sua intenção de realizar operações bursáteis, seja nos mercados a vista, como também no de opções e a termo, bem como declarou conhecer os riscos inerentes a tais operações”;*
 - ii. *“[c]om base nas informações constantes do (...) relatório de auditoria e nas alegações do Reclamante, pode-se concluir que o ‘modus operandi’ da Reclamada, com relação às operações realizadas em nome do Reclamante, era o seguinte: Francisco [Garcia], que trabalhava na filial de Londrina e era o único contato do Reclamante na corretora, transmitia as ordens em nome do Reclamante a Hélio [Martins Filho, agente autônomo contratado pela Reclamada] que, por sua vez, inseria as respectivas ofertas no sistema Megabolsa”;*
 - iii. a despeito das diversas irregularidade (que não se enquadram como hipótese de ressarcimento pelo MRP^[1]), o que se identifica no presente caso é a *“outorga de mandato verbal pelo Reclamante a Francisco”*, inclusive porque *“esse era o seu único contato na Reclamada”;*
 - iv. como, *“apesar de alegar ter informado que o seu objetivo eram compras e vendas de ações no mercado a vista, [o Reclamante] não estabeleceu outros parâmetros para atuação de Francisco”*, é certo que *“o Reclamante conferiu-lhe poder geral, nos termos previstos no art. 660 do Código Civil”* e igualmente certo que ele devia acompanhar *“seus investimento, como qualquer ‘homem médio’ o faria”;*
 - v. *“[é] razoável concluir (...) que o Reclamante ratificou as operações realizadas em seu nome, uma vez que recebeu os ANAs e extratos de custódia (...) [e] não apresentou qualquer questionamento, em meses de relacionamento com a corretora”;*
 - vi. *“o Reclamante realizou depósito de R\$ 40.000,00 em 13/5/08, fato que indica a sua concordância com as operações até então realizadas em seu nome, e também vontade de que essas continuassem sendo cursadas”;* e
 - vii. as informações obtidas pela auditoria demonstram que as operações realizadas no pregão de 1º.7.2008 foram regulares, pois que o seu produto foi utilizado para (a) amortizar o saldo devedor da conta corrente do Reclamante; (b) liquidar os contratos de compra a termo anteriormente contratados; e (c) adquirir ações de emissão do Banco do Brasil.
6. Entre dezembro de 2010 e janeiro de 2011, os integrantes da 3ª Turma do Conselho de Supervisão da BSM, seguindo o parecer da sua Gerência Jurídica, votaram pelo indeferimento do pedido feito pelo Reclamante (fls. 137-150). Luiz de Figueiredo Forbes, conselheiro relator, manifestou-se, resumidamente, no sentido de que *“o Reclamante, das hipóteses de conduta enumeradas nos sete incisos do art. 77 da ICVM 461, não prova que a Reclamada tenha incorrido em qualquer delas – as únicas possibilidades de reclamação ao MRP para cobertura de alegados prejuízos nos mercados”*.

III. Recurso e Análise da SMI

7. Após ser notificado da decisão do Conselho de Supervisão da BSM (fl. 599), em 17.3.2012, o Reclamante apresentou recurso à CVM, protocolado em 13.4.2012 (fls. 2-5), basicamente reiterando os elementos e os argumentos que já havia trazido e destacando que:
 - i. *“o cerne da reclamação não foi rebatido, ou seja, a corretora não apresentou nenhuma prova [das] (...) autorizações”;* e
 - ii. *“quando ficava sabendo de uma operação através do ANA, ela já estava efetuada”* e, nesse momento, já não poderia fazer mais nada.
8. A Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”), em sua análise inicial, opinou pela manutenção da

decisão da BSM e concluiu pelo indeferimento do pedido de ressarcimento objeto deste processo (fls. 160-169). A posição da área técnica se baseou, principalmente, nos seguintes elementos:

- i. *“o Cliente apresentou uma série de declarações contraditórias ao longo do processo”, mas, “implicitamente, reconhece que outorgou procuração verbal à Reclamada”;*
 - ii. *“o investidor, ao não se manifestar, tacitamente aceitou e estava de acordo com os negócios em seu nome”;*
 - iii. embora o Reclamante afirme *“que o seu prejuízo exorbitante decorreu de operações no mercado a termo e de opções não autorizadas”, os fatos demonstrariam outro cenário, já que o Reclamante teve um prejuízo de R\$ 13.041,91 no mercado a vista, um prejuízo de R\$ 8.622,59 no mercado a termo e um lucro de R\$ 8.139,00 no mercado de opções;* e
 - iv. *“[c]hama a atenção os saldos devedores do Cliente na Corretora. (...) Parece que a Corretora procurou estimular e amplificar os negócios, com o objetivo de gerar mais corretagem, mesmo que nem sempre em benefício do Cliente”.*
9. A SMI também destacou que não apuraria as irregularidades praticadas pela Reclamada tendo em vista que a celebração, no âmbito da BSM, de um termo de compromisso sobre fatos semelhantes ocorridos no mesmo período.
10. O processo foi, então, sorteado para minha relatoria em 2.4.2013.
11. Em 16.4.2013, proferi despacho solicitando que a SMI avaliasse se, nas operações objeto da reclamação, havia indícios da prática de *churning* e se, em face do conjunto formado por estes indícios, não seria o caso de dar provimento ao recurso do Reclamante.
12. A SMI, em memorando de 8.7.2013, alterou sua posição inicial e se manifestou pela procedência do recurso do Reclamante, uma vez que há sólidos indícios de *churning*, prática esta que estaria amparada pelo inciso I do art. 77 da Instrução CVM n.º 461/2007[2]. Sobre os indícios de *churning*, a área técnico destacou que:
- i. o *cost equity ratio* foi de 85,1% ao ano, enquanto o padrão sugerido como normal pela BSM no Relatório de Análise n.º 001/2011, de 1º.7.2011 é de 21% ao ano;
 - ii. o *turnover ratio* é de 89,9 vezes ao passo que a BSM, naquele mesmo relatório, entende que qualquer valor acima de 8 representa probabilidade de *churning*;
 - iii. *“não há qualquer evidência de que o reclamante tenha emitido as ordens para os negócios reclamados”;*
 - iv. *“o histórico do investidor revela um investidor com pouca experiência no mercado de ações”;* e
 - v. *“o curto prazo de 78 dias, entre o início e o fim do relacionamento, pode ser considerado o tempo necessário a um investidor pouco familiarizado com os mercados de opções e a termo, para entender o que está acontecendo”.*
13. Ainda nesta mesma manifestação, a SMI destacou que, embora o Reclamante tenha requerido um ressarcimento de R\$ 20.350,00, o seu prejuízo foi de R\$ 21,104,41, que seria o resultado da subtração dos R\$ 45 mil depositados pelo valor da sua conta em 11.7.2008 (R\$ 144,41) e o valor das ações de emissão do Banco do Brasil adquiridas em seu nome (R\$ 24.040,00).

É o relatório.

Voto

1. No presente caso, o cliente operava por uma determinada corretora e, aparentemente desejoso de um outro tipo de serviço, migrou para a Reclamante. Lá, operou por prazo relativamente curto – o relacionamento comercial durou exatamente 78 dias. E, vale destacar, não se pode falar que o cliente era propriamente uma pessoa especializada em operar, uma vez que, na instituição anterior, ele realizou apenas operações de mercado a vista, em não mais do que 11 pregões.
2. A CVM tem, em diversos casos[3], afastado a responsabilidade da corretora, ainda que exclusivamente no que tange ao MRP, quando o cliente está sob um agente autônomo e este sistematicamente realiza atos de gestão da carteira. Em tais casos, não raro há responsabilidade da corretora (uma vez que esta, no mais das vezes, teria mesmo falhado no controle dos autônomos que com ela operam e que tais autônomos estariam indo muito além do que lhes é autorizado), mas não cabe propriamente ressarcimento, ante a natureza da relação que se constituiu entre o cliente e o agente autônomo.
3. No caso que ora se analisa não se constituiu esse tipo de vínculo entre autônomo e cliente – as ordens eram dadas (ou deveriam ser dadas) para um funcionário da Reclamada. Como se veio a descobrir, este, por sua vez, as repassava para um autônomo fazer a correspondente inclusão no sistema (autônomo que, aliás, não estava nem mesmo formalmente autorizado a fazê-lo)[4]. As ordens alegadamente não autorizadas seriam geradas, assim, não por um autônomo vinculado ao intermediário, mas por um funcionário deste.
4. E aqui há um ponto importante a explorar, não suscitado pela Reclamada, mas que foi importante para o deslinde do caso na BSM: o da pretensa autorização – “tácita” ou verbal – para a gestão de carteira. Ora, essa gestão de carteira seria, no presente caso, de todo irregular, por fugir aos limites dos serviços típicos de intermediação contratados e, sobretudo, ao que a corretora, atuando como *broker*, estaria autorizada a fazer.

5. Tanto quando a gestão é feita pelo agente autônomo, quanto quando ela é feita pela corretora, nos termos acima descritos, há irregularidades, vale deixar bem frisado. No caso da gestão pela corretora, porém, existe um subproduto que muitas vezes não se encontra presente de forma tão evidente no caso da gestão por autônomos – no ambiente do intermediário, a rigor, tal gestão expressamente “não contratada” se corporifica na realização de operações não ordenadas.
6. Note-se que, ainda que a irregularidade praticada pela corretora seja punível noutra instância, não dando azo ao ressarcimento de que ora tratamos, aqui as duas figuras acabam, na prática, por se misturar.
7. É bem verdade que, a seguir por esta linha, se poderia, em uma linha coerente com a do relator do caso na BSM, sustentar que a proteção ao cliente, nesses casos, privilegiaria aqueles que, pura e simplesmente, transferem a capacidade de gestão para a corretora e que, apenas ao auferir resultados negativos, aparecem para reclamar seus direitos.
8. E é justamente para evitar uma solução como esta – juridicamente factível mas, sem dúvida, polêmica – que sustento que se deva dar um passo a mais no presente caso, com a análise das ordens emitidas. Cumpre procurar aferir se elas foram, de fato, dadas em benefício do cliente.
9. Neste ponto, os fortes indícios de *churning* reforçam a conclusão de que as ordens não foram dadas pelo Reclamante e, mais do que isso, que elas nem mesmo eram coerentes com os interesses do Reclamante.
10. Segundo Nota publicada na Harvard Law Review de 1967, “*The ‘churning’ of a securities account occurs when a dealer, acting in his own interests and against those of his customer, induces transactions in the customer’s account which are excessive in size and frequency in light of the character of the account*”[\[5\]](#).
11. Para que isto aconteça, é necessário que (i) o intermediário tenha algum controle sobre as operações que são realizadas em nome do investidor; e que (ii) haja um “giro” excessivo a carteira do cliente.
12. Como descrito acima, não há dúvida sobre o fato de a carteira do Reclamante estar sob controle da Reclamada. Afinal, era um funcionário seu que, como destacado, emitia as ordens em nome do Reclamante. E, vale lembrar, ainda que houvesse o tal mandato tácito para a gestão da carteira, a corretora nem mesmo poderia assumir a posição de mandatária para tais efeitos.
13. A questão se volta, então, para a verificação do “giro” excessivo da carteira. E este ponto é importante porque, aqui, se constatará que, mesmo que houvesse mandato (que nem mesmo poderia existir, friso), este teria sido descumprido.
14. É possível avaliar o excesso com base em certos critérios objetivos ou, então, a partir de uma análise do giro da carteira *em face* do perfil do investidor. WINSLOW e ANDERSON[\[6\]](#) entendem que um *turnover ratio* maior que três seria um indício de anormalidade[\[7\]](#).
15. A BSM, no Relatório de Análise n.º 001/2011, de 1º.7.2011[\[8\]](#), ao aplicar a metodologia sugerida pelos mencionados autores para os *turnover ratios* dos fundos classificados, de acordo com a tipologia da Anbima, como “Ações Livre”, “Ibovespa Ativo” e como “IBrX Ativo”, chegou à conclusão de que haveria probabilidade de *churning* quando a *turnover ratio* superar 8.
16. Além deste parâmetro, o mesmo Relatório de Análise, sugere a aplicação do *cost-equity ratio* como outro indicador de *churning*. Segundo a aplicação deste critério, e tomando por base a rentabilidade histórica do Ibovespa, seriam consideradas como indicativas da prática de *churning cost-equity ratios* superiores a 21% ao ano.
17. No presente caso, vale lembrar, estamos lidando com um *turnover ratio* de 89,9 vezes e de um *cost-equity ratio* de 85,1%.
18. Este resultado fica ainda gritante quando nos voltamos não só para esses dados objetivos, mas, também, para o giro da carteira *em face* do perfil do investidor[\[9\]](#). Vale ressaltar que, ao que tudo indica, tratava-se de um cliente relativamente inexperiente, com histórico bastante restrito, e que nem mesmo consultava o sistema *homebroker*[\[10\]](#).
19. Feitas essas observações, vale destacar que, em suma, o que temos aqui são operações: (i) comandadas por um funcionário da Reclamada; (ii) não suportadas por ordens registradas ou por gravações; e (iii) realizadas em quantidade bem superior à que seria normal e em atendimento a interesse do próprio intermediário.
20. E, vale ainda deixar reforçado, o cliente não se beneficiou desse *modus operandi* durante o curto período em que manteve relacionamento comercial com a corretora – o prazo foi reduzido e as perdas foram, nesse período, sucessivas, o que evidencia que, sentindo-se prejudicado, ele reagiu.
21. Daí porque, a meu ver, entendo estar caracterizada a hipótese do inc. I do art. 77 da Instrução CVM n.º 461/2007, devendo o Reclamante ser ressarcido pelo valor de R\$ 21.104,41, devidamente corrigido pela variação do IPCA e juros simples de 12% ao ano.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 23 de julho de 2013.

Otávio Yazbek
Diretor Relator

[\[1\]](#) Como exemplo dessas irregularidades, a gerência jurídica aponta o atendimento de cliente por pessoa não contratada pela Reclamada (já que Francisco Garcia somente foi contratado pela Reclamada em 2.5.2008) e a inserção no sistema de

ordens por pessoa não credenciada como agente autônomo e/ou sem contrato com a Reclamada (já que Hélio Martins Filho somente se credenciou como agente autônomo em 4.6.2008, tendo sido contratado pela Reclamada em 9.6.2008).

[2] Art. 77 A entidade administradora de mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses: I - inexecução ou infiel execução de ordens;

[3] Cf., entre outras, as decisões tomadas pelo Colegiado quando da apreciação dos Processos CVM n.º SP 2007/0147, SP 2007/0037, SP 2007/0038, SP 2007/0039, SP 2007/0044, SP 2007/0051, SP 2007/0052, SP 2007/0053, SP 2007/0054, SP 2007/0055 e SP 2007/0056, sendo o primeiro julgado em 17.1.2012 e os demais em 23.2.2012, todos de relatoria da Diretora Luciana Dias. Cf., ainda, a decisão relativa ao Processo CVM n.º RJ 2010/10273, julgado em 20.3.2012, por mim relatado.

[4] É bem verdade que o tal funcionário da corretora nem mesmo estava por ela contratado quando do início da relação entre Reclamante e Reclamada, mas esta última o contratou logo na sequência e tal fato não pode militar contra o Reclamante.

[5] "Churning by Securities Dealers", In: *Harvard Law Review*, n.º 80, 1967, p. 869.

[6] *A Model for Determining the Excessive Trading Element in Churning Claims*, In.: *North Carolina Law Review*, n.º 68, 1990, pp. 327 e ss.

[7] O padrão sugerido pelos autores está em linha com a conclusão a que chegaram de que "[o]nly the aggressive growth and option-income fund categories generated data justifying an annual turnover rate in excess of three. Therefore, it should be difficult for an investment adviser to justify a turnover rate in excess of three for any account in the absence of an unusual objective, such as a desire for high short-term profits" (p. 352). Ademais, para os autores, as *turnover ratios* do *mutual funds* seriam bons parâmetros porque (i) os gestores dos *mutual funds* são profissionais; (ii) a remuneração desses gestores está mais associada com o resultado do que com o número de operações; (iii) não é verdade que a carteira de um investidor pessoa física, porque menor, tende a ter um "giro" maior para proteger o investidor contra mudanças de mercado - mesmo uma pequena carteira é suficiente para proporcionar uma adequada diversificação e, por consequência, uma adequada proteção; (iv) como *mutual funds* tendem a pagar uma taxa de corretagem menor que a dos investidores pessoas físicas, seria de se esperar que aqueles fundos realizassem mais operações que os investidores pessoas físicas (pp. 344-348).

[8] Disponível em < <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/instdownload/REL-GAE-01-2011-Churning.pdf> >, último acesso em 12.7.2013, às 18h03.

[9] LOSS e SELIGMAN defendem que esta é a melhor posição, pois, do contrário, não se diferenciaria o investidor de longo prazo daquele de curto prazo (*Fundamentals of Securities Regulation*, Nova Iorque: Aspen Publishers, 5ª ed., p. 1.100). Esta também é a posição defendida por WINSLOW e ANDERSON no artigo referido na nota de rodapé n.º 6, por exemplo quando afirmam que a determinação de quando se está diante de uma intermediação excessiva "*is difficult to analyze because under current practices no single standard exists for determining what constitutes excessive trading. The lack of a definitive standard derives from the relevance of the investor's objectives*" (p. 328).

[10] O relatório de auditoria da BSM concluiu que "*não identificamos acesso do Sr. Marcelo ao Home Broker da Corretora*" (fl. 74). Além disso, este fato foi confirmado pelo investidor (fl. 116).