

**Interessado:** Frauke Strecker

**Assunto:** Recurso contra decisão da BM&FBovespa Supervisão de Mercados - BSM em processo de Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos.

**Diretor Relator:** Luciana Dias

**Relatório**

**I. Objeto.**

1. Trata-se de recurso interposto por Frauke Strecker ("Reclamante") contra decisão do Conselho de Supervisão da BM&FBovespa Supervisão de Mercados ("BSM"), que considerou improcedente reclamação apresentada contra a XP Corretora CCTVM S.A. ("Reclamada" ou "Corretora").

**II. Reclamação (fls. 5-154).**

2. Em 9.2.2010, a Reclamante apresentou reclamação à BSM ("Reclamação"), requerendo ressarcimento de prejuízos supostamente causados pela Corretora por uso inadequado de numerário e de valores mobiliários, tal como previsto no art. 77, II da Instrução CVM nº 461, de 2007<sup>[1]</sup>.
3. Preliminarmente, a Reclamante apontou para a tempestividade da Reclamação, seja por ter tomado conhecimento da totalidade dos prejuízos auferidos somente em 26.9.2008, quando solicitou a interrupção das operações à Corretora e liquidou seu saldo devedor, seja porque, em linha com precedentes da CVM<sup>[2]</sup>, sua primeira manifestação com o propósito de solucionar a presente controvérsia correspondeu a e-mail enviado ao Ombudsman da BM&FBOVESPA em 7.9.2008.

4. Em seguida, a Reclamante fundamentou sua Reclamação nos seguintes fatos e argumentos:

- i. a partir de 1993, quando recebeu ações por herança, a Reclamante buscou auxílio de algumas corretoras com o objetivo de "manter o valor do seu patrimônio e usufruir dele, obtendo um rendimento razoável " (fl. 8);
- ii. tendo em vista o perfil da Reclamante, as operações indicadas por tais corretoras foram sempre realizadas no mercado à vista e com baixo risco de perda, de forma que "seu patrimônio ficasse exposto minimamente aos riscos intrínsecos das aplicações em Bolsa" (fl. 8);
- iii. ao final de 2007, a Reclamante participou de curso de introdução ao mercado financeiro ministrado pela Reclamada, com duração de 9 horas e, estando impressionada com as pessoas que o proferiram, entrou em contato com a Corretora para demonstrar a "vontade de obter uma renda extra para complementar sua aposentadoria, mas ressaltando que não poderia assumir riscos elevados" (fl. 9);
- iv. diante da manifestação acima, os funcionários A.P. e J.B. se prontificaram, em nome da Corretora, a indicar operações que atendessem aos objetivos da Reclamante e a acompanhar tais operações;
- v. confiando no *know how* demonstrado pelos funcionários da Reclamada, a Reclamante transferiu, em janeiro de 2008, a totalidade de sua posição acionária, abaixo descrita, para uma conta de custódia na Corretora:

Ativo	Tipo	Quantidade	Preço de Fechamento em 31.1.2008	Total
AMBV4	PN	2.800	R\$ 123,50	R\$ 345.800,00
PETR4	PN	600	R\$ 80,40	R\$ 48.240,00
EMBR3	ON	400	R\$ 19,05	R\$ 7.620,00
GGBR4	PN	600	R\$ 45,31	R\$ 27.186,00
Total	-	-	-	R\$ 428.846,00

- vi. a Reclamante reforçou que " não tinha qualquer conhecimento anterior sobre o funcionamento e os riscos decorrentes de investimentos no mercado de capitais" e que, até então, " limitava-se a adquirir ações no mercado à vista, seguindo orientação dos analistas das corretoras através das quais operava" (fl. 10);
- vii. diante disso, a Corretora aconselhou à Reclamante uma série de operações que lhe seriam benéficas e de acordo com o seu padrão de atuação, incluindo a realização de operações de financiamento já " experimentadas e bem sucedidas na XP" (fl. 10), as quais foram aceitas pela Reclamante, com a perspectiva de proteger as suas ações e lhe garantir uma renda adicional;
- viii. no entanto, tais recomendações não foram acompanhadas de informações sobre os riscos das operações, os mercados em que seriam realizadas ou a sua estrutura, observado que, nos casos em que a Reclamante obteve tais informações, estas teriam "extrapolado o [seu] parco conhecimento" (fl. 10);
- ix. especificamente em relação às operações de financiamento, não foi descrito previamente pela Reclamada " o risco real em que [a Reclamante] estava incorrendo, nem a possível dimensão de um eventual prejuízo, dando a entender que, no caso, o que poderia ocorrer seria uma ausência de lucro momentânea" (fl. 11);
- x. nesse contexto, a primeira operação conduzida pela Corretora se verificou em 8.1.2008, mediante a venda de opções de compra cobertas com a compra a termo de ações, operações essas que, segundo perito contratado pela Reclamante, apresentavam retorno limitado no caso de alta do mercado, mas não protegiam o patrimônio da Reclamante em caso de baixa, e que, portanto, não seriam condizentes com a segurança almejada pela Reclamante nem com o seu baixo nível de sofisticação financeira;

- xi. apesar de tal operação ter sido apresentada à Reclamante como " *simples e com alto grau de confiabilidade* " (fl. 12), mesmo diante da verificação de um saldo negativo superior a R\$19.000,00 em 23.1.2008, não lhe foram fornecidas maiores explicações, limitando-se a Reclamada a informar que se tratava de um débito passageiro;
- xii. não obstante as promessas da Corretora de que referido saldo negativo seria temporário, foram realizadas diversas outras operações ao longo de 2008 (sobretudo, nos mercados a termo e de opções), que resultaram apenas em prejuízos financeiros à Reclamante;
- xiii. em agosto de 2008, a Reclamante se viu obrigada a aportar R\$45.000,00 para cobrir saldo devedor na Corretora e verificou que parte de sua posição acionária havia sido liquidada a sua revelia;
- xiv. em setembro do mesmo ano, ao tomar conhecimento da situação e exigir que fossem cessadas as operações em seu nome, a Reclamante verificou que sua carteira havia sido reduzida, restando conforme abaixo:

Ativo	Tipo	Quantidade	Preço de Fechamento em 30.9.2008	Total
AMBV4	PN	1.620	R\$ 98,97	R\$ 160.331,40
PETR4	PN	100	R\$ 33,86	R\$ 3.3386,00
VALE5	PN	100	R\$ 31,79	R\$ 3.179,00
Total	-	-	-	R\$ 166.896,40

- xv. diante da complexidade das operações, a Reclamante solicitou um parecer externo para analisar, " *sob os aspectos econômico e técnico, as compras e vendas de valores mobiliários realizados pela XP Corretora* " em seu nome (fl.11) [\[3\]](#);
- xvi. com base em referido parecer (fls. 45-57), concluído em 28.10.2009, a Reclamante alegou que foram realizadas, em seu nome, dez estratégias diferentes de operações, quais sejam: (a) venda de opções de compra cobertas com a compra a termo de ações; (b) *day trade* no mercado à vista; (c) *day trade* no mercado de opções; (d) *position trade* no mercado de opções; (e) operação de *spread* de baixa com opções; (f) simples compra à vista; (g) financiamento com termo; (h) operação caixa com opções; (i) operação caixa com termo; e (j) venda simples de posições à vista;
- xvii. diante dessas estratégias, a Reclamante ressaltou não ter conhecimento técnico para entender o que estava se passando, mas que, tomando como base o parecer contratado, constatou que grande parte delas envolvia caráter altamente especulativo e elevado risco, não estando em consonância com o seu perfil de investidor;
- xviii. também com base no parecer, a Reclamante constatou que, após a realização de operações de caráter especulativo, seguiram-se operações de duas naturezas: (a) primeiro, operações de caixa, mediante a captação de recursos a taxas prefixadas, equivalentes a uma tomada de empréstimo e que visavam a cobrir o déficit gerado pelas operações anteriores; e (b) na sequência, operações que visavam à liquidação de posições acionárias remanescentes para cobrir o endividamento existente;
- xix. somando-se a isso, a Reclamante alegou ter sido induzida propositalmente a erro pela Reclamada, tendo em vista (a) alegações via e-mail, por parte dos funcionários da Reclamada, de que as operações seriam seguras e teriam rendimento assegurado à Reclamante; e (b) que, tal como explicado pelo perito por ela contratado, as operações indicadas pela Corretora como "de financiamento" seriam, na verdade, "operações de caixa", cujo objetivo seria usar as ações em carteira para fazer caixa;
- xx. com base em correspondências eletrônicas trocadas com funcionários da Reclamada, a Reclamante apontou para a prestação de informações incompletas e enganosas com relação à natureza e resultado das operações realizadas [\[4\]](#) e, conseqüentemente, para violação ao disposto no inciso VI, do art. 3º, da Instrução CVM nº 387, de 2003 [\[5\]](#);
- xxi. depois de descrever as operações e o resultado de cada uma das estratégias adotadas pela Corretora em seu nome, a Reclamante afirmou que o prejuízo delas resultante, acrescido de juros legais, corresponderia à R\$310.613,19, dos quais R\$174.645,97 corresponderiam aos prejuízos decorrentes de operações de venda de ações no mercado à vista, realizadas a partir de 25.8.2008 sem a sua autorização;
- xxii. a Reclamante pleiteou o ressarcimento dos prejuízos auferidos, bem como o ressarcimento de R\$9.076,91, a serem devidamente corrigidos, correspondentes à diferença entre o valor que a Reclamante efetivamente recebeu e o valor que teria recebido a título de dividendos e juros sobre capital próprio caso sua carteira de ações tivesse sido preservada pela Corretora no período em que foram realizadas as operações ora discutidas;
- xxiii. por fim, a Reclamante apontou para a existência de indícios da prática de *churning*, tendo em vista que a Corretora teria realizado operações com o propósito de girar a carteira e, conseqüentemente, gerar corretagem, sem qualquer preocupação com os riscos proporcionados para a cliente.

### III. Manifestação da Corretora (fls. 168-238).

- 5. Em resposta ao Ofício BSM/GJUR/MRP – 148/2010 (fls. 158/159), a Corretora apresentou em 14.4.2010 sua defesa contra as alegações da Reclamante.
- 6. Preliminarmente, a Corretora abordou a prescrição do direito da Reclamante de pleitear ressarcimento por operações anteriores a 9.8.2008, tendo em vista que sua reclamação foi proposta em 9.2.2010 e que o art. 1º do Regulamento do MRP vigente à época previa que ressarcimentos deveriam ser requeridos no prazo de 18 meses a contar da data de ocorrência da ação ou omissão que tivesse dado origem ao prejuízo [\[6\]](#).
- 7. Quanto ao mérito da reclamação, a Corretora buscou demonstrar que a Reclamante tinha ciência dos riscos das operações realizadas em seu nome e, ainda, indicou que, embora a Reclamante tenha questionado a ausência da prestação de informações pela Corretora, não negou que tenha autorizado as operações.
- 8. Nesse sentido, a Reclamada afirmou que:
  - i. em primeiro lugar, deveria ser dada atenção à personalidade da Reclamante, " *mulher de meia-idade, bastante perspicaz e ativa* "

- (fl. 169), que não se confunde com a imagem frágil, de perfil conservador, como pressupõe a Reclamação;
- ii. as características apresentadas pela Reclamante, como o seu estado civil e idade, não são suficientes para impedir que ela tivesse um perfil de investimento mais agressivo – inclusive, outros fatores, como o elevado valor investido em ações há mais de 15 anos e a realização de operações no mercado à vista, poderiam levar a conclusão diversa sobre seu perfil;
  - iii. além de ter experiência com operações em bolsa, sendo a Reclamada a quinta corretora por meio da qual atuou, a Reclamante teria obtido conhecimento sobre as operações propostas pela Reclamada – inclusive, as de financiamento – em curso sobre o mercado financeiro e em, pelo menos, 8 reuniões, além de telefonemas e e-mails trocados com funcionários da Corretora;
  - iv. no início de seu relacionamento com a Corretora, a Reclamante indicou que, em função dos tributos incidentes, buscava evitar operações de compra e venda de ações à vista e, diante das alternativas apresentadas pela Reclamada, interessou-se pelas operações de financiamento;
  - v. tais operações consistem na compra de ações e, paralelamente, na venda de opções de compra da mesma ação, na mesma quantidade comprada à vista ou a termo;
  - vi. assim, ainda que envolvam os mercados a termo e de opções, as operações de financiamento são bastante simples e não são consideradas como agressivas, ainda mais em um cenário de tendência de alta da bolsa de valores, como o que se verificou no início de 2008;
  - vii. ao contrário do alegado pela Reclamante, as operações de financiamento oferecem, sim, proteção em caso de desvalorização das ações, ainda que somente até um determinado limite;
  - viii. essas explicações foram expostas à Reclamante em duas reuniões realizadas previamente ao início da condução das operações pela Reclamada, tendo a Reclamante anuído com a sua realização no início de 2008 e com a sua perpetuação ao longo do primeiro semestre do mesmo ano, em reuniões e por e-mail;
  - ix. até maio de 2008, foram realizadas 5 operações de financiamento, uma para cada mês de vencimento das opções e sempre com os mesmos ativos;
  - x. embora tenham sido necessários alguns ajustes e tenham sido verificados débitos provisórios (tal como o apontado pela Reclamante), essas operações foram bem sucedidas e, até maio de 2008, resultaram em lucros para a Reclamante<sup>[7]</sup>;
  - xi. tendo sido muito bem sucedida a operação concluída em maio de 2008, a Reclamante autorizou o início da estruturação de nova operação com vencimento em junho daquele ano e, em reunião com a Reclamada, concordou com o aumento do grau de alavancagem. Assim, seria dobrada a quantidade de ações habitualmente compradas a termo e de opções vendidas;
  - xii. e-mails trocados entre a Reclamante e funcionários da Reclamada demonstram que: (a) a Reclamante autorizou o aumento do grau de alavancagem; (b) a Reclamada realizou tal aumento de forma gradual; (c) a Reclamada informou a Reclamante que, diante das condições de mercado, seria necessário ajustar a operação; e (d) a Reclamante não demonstrou surpresa com relação à estrutura da operação nem com relação às medidas apresentadas para ajustá-la (em especial, a rolagem e as operações de caixa);
  - xiii. com o advento da crise norte-americana em agosto de 2008 e a queda do preço de ativos do mundo inteiro, não houve outra alternativa que não o encerramento das operações e assunção das perdas;
  - xiv. a Reclamada buscou, por meio de medidas autorizadas pela Reclamante, evitar perdas por esta última e, em nenhum momento, foi negligente ou omissa, não podendo ser a ela atribuído o insucesso da operação;
  - xv. ao contrário do alegado pela Reclamante, as estratégias adotadas não seriam apenas do interesse da Corretora, uma vez que interessa a esta última que seus clientes ganhem dinheiro e se interessem cada vez mais pelo mercado financeiro – o que também é estipulado pelo forte braço educacional da Reclamada;
  - xvi. analisando o parecer contratado pela Reclamante, verifica-se que as estratégias por ele identificadas correspondem a ou integram operações autorizadas pela própria Reclamante, destacando-se apenas que (a) não foram localizadas pela Reclamada as operações de "spread de baixa com opções" alegadas no parecer; (b) a Corretora desconhece o conceito de " position trade" apontado no parecer; e (c) a venda simples de posições à vista foi realizada ao final para cobrir saldo devedor decorrente da chamada de margem; e
  - xvii. com isso, a Reclamada afirma que as operações identificadas no parecer não devem ser analisadas isoladamente, mas como parte de uma estratégia acordada com a Reclamante e que não dispõe de caráter especulativo – inclusive, a Reclamada apontou para outros tipos de estratégia que se valem do uso de derivativos e que nem por isso são consideradas no mercado como especulativas.
9. Por fim, não obstante reforçar todos os argumentos acima, a Reclamada indicou que, caso julgada procedente a Reclamação, não deve ser considerado o valor dos prejuízos nela indicados.
10. Conforme explicado pela Reclamada, o valor apontado pela Reclamante toma como base a diferença entre o valor da cotação de suas ações quando de sua transferência à Corretora (e, portanto, antes da crise de 2008) e o valor das mesmas ações em 29.9.2008 (já no período de crise), acrescendo o valor dos dividendos a elas pertinentes, juros (sem indicar índice) e correção. No entanto, quaisquer prejuízos deveriam ser considerados a partir da comparação do valor da carteira inicial e final com base na cotação verificada em uma mesma data. Apesar de não compreender a escolha do dia 29.9.2008 no cálculo da Reclamante, a Corretora se valeu da cotação das ações nesse dia e comparou sua carteira na data de transferência das ações à Reclamada e aquela restante após a alienação final de ações, chegando à diferença de R\$104.174,20.
11. Em seguida, a Corretora ponderou que de modo algum poderia ser isoladamente responsabilizada pelas perdas incorridas, razão pela qual, levando-se em consideração, no mínimo, a conduta permissiva da Reclamante e o contexto de crise, o valor acima indicado deveria ser igualmente repartido com a Reclamante, suportando cada parte perdas no valor de R\$52.087,10.

#### IV. Primeiro Relatório de Auditoria – Perfil da Reclamante (fls. 244-272).

12. Em atendimento à solicitação da Gerência Jurídica ("BSM/GJUR"), a Gerência de Auditoria de Participantes e Agentes da BSM ("BSM/GAPA") elaborou Relatório de Auditoria, no qual:

- i. foi detalhado o perfil operacional da Reclamante, com a descrição de sua atuação entre 25.3.1994 e 17.12.2009, por meio de 9 corretoras distintas (sendo uma delas a Reclamada) e a descrição dos resultados financeiros obtidos em cada mercado;
  - ii. verificou que os avisos de negociação de ações ("ANA") e os extratos de custódia foram devidamente enviados pela BM&FBOVESPA à Reclamante, sem terem sido devolvidos pelos correios;
  - iii. constatou que, com relação ao período de atuação da Reclamante junto à Reclamada, (a) houve apenas um depósito registrado na conta da Reclamante, o qual se deu em 12.8.2008 com valor de R\$45.000,00; e (b) foram registradas retiradas decorrentes de crédito por operações em seu nome e juros sobre capital próprio distribuídos pelas sociedades emissoras das ações<sup>[8]</sup>.
13. Em sua manifestação sobre o Relatório de Auditoria (fls. 281/282), a Reclamada se reportou aos comentários relatados na seção III acima e reitera as conclusões do relatório quanto à atuação da Reclamante por meio de outras corretoras, o recebimento de extratos e ANA e a realização de resgates. Além disso, alegou que, apesar da mudança de perfil da Reclamante quando de sua atuação por meio da Corretora, não seria possível identificar a prática de qualquer ato irregular.
14. A Reclamante, por sua vez, ao se manifestar sobre o Relatório de Auditoria (fls. 282-321), indicou que o conteúdo desse documento comprovaria a realização de operações, pela Reclamada, em desacordo com o seu perfil de investidor. Na mesma oportunidade, a Reclamante analisou a manifestação da Reclamada e apontou para (i) a ausência de provas de que lhe teriam sido expostos os riscos das operações realizadas; (ii) e-mails trocados com funcionários da Reclamada, nos quais demonstraria desconhecimento dos riscos e estrutura das operações, bem como preocupação com os seus resultados; (iii) descumprimento, pela Reclamada, dos princípios de *suitability*; (iv) o fato de que, por e-mail, funcionários da Reclamada teriam apontado para um valor do prejuízo superior ao alegado na manifestação dessa última; e (iv) o fato de que o seu consentimento em relação às operações foi induzido pela Reclamada.

#### V. Segundo Relatório de Auditoria – Agentes Autônomos (fls. 323-328).

15. Em novo Relatório de Auditoria, a BSM/GAPA apurou que os agentes autônomos com os quais a Reclamante se relacionou mantiveram vínculo com a Reclamada na qualidade de funcionários, agentes autônomos de investimentos (pessoas físicas) ou sócios de empresas de agentes autônomos contratadas pela Corretora.

#### VI. Terceiro Relatório de Auditoria – Churning (fls. 330-335).

16. Um terceiro Relatório de Auditoria foi elaborado pela BSM/GAPA com o objetivo de apurar o giro anual de carteira da Reclamante (*turnover ratio*) e o custo anual relativo aos negócios realizados em seu nome pela Reclamada (*cost-equity-ratio*), os quais corresponderam (i) respectivamente, a 8,91 vezes e 9,35% ao ano, se considerado o período total em que o patrimônio da Reclamante foi mantido junto à Reclamada; e (ii) respectivamente, a 15,10 vezes e 16,41% ao ano, se considerado o período em que efetivamente foram realizadas operações. Junto a esse relatório, foi acostado aos autos o Relatório de Análise nº 0001/2011 da BSM, relativo à determinação dos parâmetros para a caracterização da prática de *churning* no Brasil (fls. 336-353)<sup>[9]</sup>.
17. Em sua manifestação sobre o terceiro Relatório de Auditoria (fls. 365-367), a Reclamante conclui que, analisando os parâmetros mencionados no relatório de análise da BSM, existem evidências da ocorrência de *churning* com relação à sua carteira.
18. A Reclamada, por sua vez, indicou que não estão presentes neste caso as características apontadas no relatório de análise da BSM para a configuração de *churning*, isto é, o controle da conta do cliente pela corretora, o volume exagerado de negociação, a intenção de fraude. Quanto aos indicativos do volume de negociação, a Reclamada apontou que a base comparativa utilizada pela BSM estaria equivocada, uma vez que teriam sido utilizados para comparação os fundos de investimento em ações, que assumem posições de longo prazo, enquanto a Reclamante teria adotado estratégias que, por sua natureza, implicam alavancagem e um número maior de operações (fls. 368-373).

#### VII. Parecer da BSM/GJUR (fls. 376-401).

19. Ao analisar o caso, a BSM/GJUR admitiu ser tempestiva a Reclamação.
20. Quanto ao mérito, constatou primeiramente não haver, por parte da Reclamante, questionamentos quanto à autorização das operações conduzidas pela Reclamada. Em seguida, discutiu os pontos de divergência verificados entre a manifestação das partes e concluiu pela improcedência do pedido da Reclamante por não restar configurada nenhuma das hipóteses previstas no artigo 77 da Instrução CVM nº 461, de 2007<sup>[10]</sup>.
21. Especificamente em relação às divergências entre a Reclamante e a Reclamada, a BSM/GJUR indicou que:
- i. com base no contrato de intermediação celebrado entre as partes, é possível verificar que a Reclamante demonstrou a intenção de operar nos mercados à vista e de liquidação futura, bem como assumiu ter conhecimento dos riscos a eles inerentes;
  - ii. com base nos documentos acostados aos autos, é possível concluir que as estratégias de investimento foram conduzidas com a anuência da Reclamante e que esta recebeu informações suficientes para acompanhar a sua realização, não sendo possível identificar quaisquer indícios de que a Reclamante tenha sido induzida a operar contra a sua vontade;
  - iii. não se pode dizer que os princípios de *suitability* não foram observados, já que estes não impedem a corretora de realizar operações desejadas pelo cliente nem evitam que, conforme verificado no presente caso, o próprio cliente demonstre a intenção de alterar o seu perfil;
  - iv. sobre as alegadas vendas indevidas de ações para cobertura de saldo negativo, conclui-se não haver irregularidade, uma vez que tal operação era expressamente prevista no contrato de intermediação e que, após comunicação enviada à Reclamante, esta não apresentou quaisquer questionamentos; e
  - v. não é possível inferir a prática de *churning*, tendo em vista que: (a) não houve controle da conta da Reclamante pela Reclamada, já que a primeira participava e aprovava as decisões a serem seguidas, acompanhando as operações; (b) o fato de ter sido seguida estratégia definida em conjunto com a Reclamante afasta o argumento de que os prepostos da Reclamada negociaram excessivamente; e (c) "*não houve custo excessivo, pois a corretagem paga pela Reclamante, inclusive com o desconto concedido pela corretora, foi proporcional às operações realizadas em seu nome*" (fl. 400).
22. O Diretor de Autorregulação da BSM concordou com o posicionamento da BSM/GJUR.

#### VIII. Decisão do Conselho de Supervisão da BSM (fls. 402-418).

23. Acompanhando o entendimento da BSM/GJUR, o Conselho de Supervisão da BSM votou pela improcedência da Reclamação.
24. Em especial, tendo a anuência dos demais conselheiros da Turma 01, o Conselheiro Relator João Carlos de Magalhães Lanza acresceu ao entendimento da BSM/GJUR: (i) o reconhecimento expresso de que a Reclamante anuiu com maior exposição ao risco; e (ii) a constatação de que a Reclamada não provocou o prejuízo incorrido pela Reclamante, indicando que esta não estaria considerando os efeitos da crise financeira de 2008.

#### **IX. Recurso (fls. 426-463).**

25. Em face da decisão proferida pelo Conselho de Supervisão da BSM, a Reclamante apresentou recurso à CVM em 16.3.2012.
26. Reiterando argumentos já trazidos ao processo, a Reclamante questionou especificamente o posicionamento da BSM quanto à apresentação dos riscos das operações pela Reclamada e, consequentemente, quanto à indução da Reclamante a autorizá-las. Ademais, a Reclamante discordou da BSM em relação ao cumprimento dos deveres de *suitability* por parte da Corretora e realização de operações condizentes com o seu perfil de investidor.
27. Comparando o valor de sua carteira quando da transferência à Corretora e quando da apuração dos prejuízos em setembro de 2008 e deduzindo retiradas no período, a Reclamante indicou que seu prejuízo final corresponderia a R\$272.946,32. A esse montante deveriam ser acrescidos ainda R\$9.076,91, correspondentes ao valor dos dividendos e juros sobre o capital próprio que a Reclamante teria deixado de receber em função das operações reclamadas.

#### **X. Opinião da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI") (fls. 490-492) .**

28. Em sua análise, a SMI reconheceu que a principal controvérsia relacionada a este caso diz respeito ao perfil da Reclamante e a adequação das operações conduzidas pela Reclamada a esse perfil. Quanto a isso e estritamente com base nas informações acostadas aos autos, a SMI admitiu haver indícios de que a Reclamante não teria sido suficientemente informada acerca dos riscos a que estaria sujeita ao operar de forma alavancada com derivativos.
29. Ainda sobre este assunto, a SMI apontou para a necessidade de serem apuradas irregularidades na forma de atuação dos agentes autônomos vinculados à Corretora, bem como apontou para os conflitos de interesses existentes na atuação de profissionais dessa categoria.
30. Por outro lado, a SMI entendeu não ser possível afirmar que houve violação explícita das normas pertinentes ao MRP, tendo em vista que a Reclamante autorizou as operações e recebeu as notas de corretagem e extratos de movimentação da Reclamada. Nesse sentido, a SMI opinou pelo indeferimento do recurso apresentado pela Reclamante.

### **Voto**

#### **I. Introdução.**

1. Trata-se de recurso interposto por Frauke Strecker ("Reclamante") contra decisão do Conselho de Supervisão da BM&FBovespa Supervisão de Mercados ("BSM"), que considerou improcedente reclamação apresentada contra a XP Corretora CCTVM S.A. ("Reclamada" ou "Corretora").
2. Conforme previamente relatado, o Conselho de Supervisão da BSM entendeu não ser procedente o pleito da Reclamante por ressarcimento na esfera do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos ("MRP"), nos termos da Instrução CVM nº 461, de 2007.
3. Segundo entendimento do Conselho de Supervisão, reafirmado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI"), as hipóteses de ressarcimento no âmbito do MRP seriam afastadas pelo fato de que a Reclamante autorizou a realização das operações ora discutidas e pelo fato de que dispôs de meios para acompanhá-las. Fatos que não são questionados pela Reclamante.
4. O ponto central do recurso apresentado à CVM diz respeito ao fato de que, ao deixar de apresentar à Reclamante os riscos envolvidos nas operações a ela recomendadas (em especial, as chamadas "operações de financiamento"), a Corretora teria induzido a Reclamante a autorizar operações que, na verdade, não estariam de acordo com a sua vontade e com o seu perfil de investidor. Em função disso, teriam sido violados pela Reclamada os princípios de *suitability*.
5. No entanto, conforme esclarecerei a seguir, ainda que, tal como apontado pela SMI, os autos apresentem indícios de que a Reclamante não tenha sido suficientemente informada acerca dos riscos em que incorria ao autorizar as operações recomendadas pela Reclamada, este não me parece ser um fundamento cabível para ensejar ressarcimento de prejuízos no âmbito do MRP.

#### **II. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos.**

6. Conforme já me manifestei em outros casos, o MRP tem como finalidade primordial preservar a higidez do sistema de negociação e a confiança do investidor nesse mesmo sistema<sup>[11]</sup>.
7. Deste modo, as hipóteses de ressarcimento estão relacionadas a essa finalidade e, tal como aquelas enumeradas no art. 77 da Instrução CVM nº 461, de 2007, tratam de controvérsias que: "*(i) podem colocar em dúvida a idoneidade dos intermediários e outras instituições que integrem o sistema de negociação (como, por exemplo, o uso inadequado dos fundos ou ativos dos clientes); (ii) são resultado de erros operacionais da instituição ou do sistema de negociação (como a inexecução ou execução infiel de ordem); ou (iii) resultam da falha do próprio intermediário (como a decretação de liquidação extrajudicial ou o encerramento de atividades)*"<sup>[12]</sup>.
8. Sob essa lógica, o MRP não tem como objetivo resolver toda e qualquer controvérsia entre clientes e intermediários, por mais legítima que esta seja. Há inúmeras outras situações em que um cliente tem um interesse legítimo de ser ressarcido por um integrante do sistema de distribuição como, por exemplo, em virtude de certas práticas comerciais que se mostrem danosas ou em decorrência de práticas irregulares de outra natureza.
9. Em um caso como o ora discutido, a intervenção no âmbito do MRP seria cabível se tivesse sido frustrada a confiança da Reclamante em relação ao próprio sistema de negociação. Disputas originadas de condutas não contempladas pelo MRP, inclusive relacionadas a eventuais irregularidades, devem ser dirimidas pelos mecanismos tradicionais de solução de controvérsias, notadamente o poder judiciário. Nesses casos, à CVM cabe averiguar a irregularidade em processo sancionador próprio, mas não deferir o ressarcimento.
10. Tendo em vista o exposto, independentemente dos motivos que levaram a Reclamante a autorizar as operações, os autos demonstram claramente que estas últimas foram realizadas em consonância com estratégias aprovadas pela própria Reclamante. Esse fato é reconhecido pela Reclamante. Portanto, não houve uso inadequado de numerário como quer a Reclamante.

11. As dúvidas e preocupações demonstradas nas correspondências eletrônicas enviadas a prepostos da Reclamada e acostadas aos autos sugerem que a Reclamante não estava ciente de todos os riscos envolvidos nas operações e, portanto, indicam o descumprimento de regras de *suitability* (regras de adequação do produto ao conhecimento e intenções do investidor). Mas, tais irregularidades não estão abrangidas pelas hipóteses de ressarcimento do MRP.
12. Quanto a isso, considero importante observar que, tal como já mencionado em precedentes da CVM [13], a assinatura, pelo investidor, de contrato de intermediação contendo declaração de que possui conhecimento sobre o mercado de valores mobiliários e sobre os riscos a ele inerentes não isenta a corretora de suas obrigações de averiguar a adequação das operações ao perfil de risco do cliente e ao seu conhecimento sobre o mercado. No presente caso, as dúvidas e preocupações demonstradas pela Reclamante sugerem que um exame mais cuidadoso de seu perfil e conhecimentos poderia ter sido conduzido pela Reclamada.
13. Ainda que esse ponto não tenha sido abordado no recurso, noto que a reclamação inicial apontou para indícios de giro excessivo da carteira da Reclamante (*churning*), o que configura prática irregular. Este Colegiado, acompanhado o voto do Diretor Otavio Yazbek no Processo CVM n.º RJ 2012/3951, já considerou que casos em que o (i) o intermediário tenha controle sobre as operações que são realizadas em nome do investidor; e (ii) haja um "giro" excessivo da carteira do cliente, podem configurar "*inexecução ou infiel execução de ordens*", hipótese prevista no inciso I do art. 77 da Instrução CVM nº 461, de 2007.
14. Ocorre que nesse precedente, ao contrário do que ocorre no caso em análise, o cliente não tinha ingerência nas decisões de investimento, não havia qualquer registro de ordens ou gravações, tampouco havia indícios de que o cliente acompanhava ou aprovava as operações questionadas. No caso em análise, ainda que possa ter havido um giro excessivo da carteira, tais operações foram acompanhadas e aprovadas pela Reclamante, fato que, a meu ver, impede que se configure a hipótese de "*inexecução ou infiel execução de ordens*".
15. Por essa razão, tal como proposto pela SMI, encaminho os autos à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN para que apure eventuais irregularidades na forma de atuação dos agentes autônomos vinculados à Corretora.

### III. Conclusão

16. Diante do exposto, nego provimento ao recurso interposto pela Reclamante, com a consequente manutenção da decisão do Conselho de Supervisão da BSM.

Rio de Janeiro, 11 de março de 2014.

Luciana Dias  
Diretora

[1] "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:

(...)

II - uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimo de valores mobiliários; (...)"

[2] A Reclamante mencionou o Processo CVM nº SP2006/0077, analisado pelo Colegiado em 1.8.2006 e no qual se assentou que "[a] reclamação ao Ombudsman da Bovespa deve ser tida como data inicial do processo de ressarcimento ao Fundo de Garantia, pois, conforme consta do próprio site da Bovespa, o serviço de ombudsman foi criado em virtude de ocorrências que 'podem gerar conflitos com os intermediários do mercado. Isso pode envolver, por exemplo, eventuais falhas e/ou irregularidades ocorridas na execução ou liquidação de uma ordem de compra ou venda, como também pode resultar de uma simples desinformação do investidor quanto a aspectos importantes da operação efetuada'. Ou seja, a própria Bovespa induz o investidor a comunicar-se com o Ombudsman quando estiver diante de 'falhas e/ou irregularidades', sem mencionar que reclamações ao fundo de garantia deveriam seguir procedimento diverso".

[3] Em especial, o parecer teve como objetivo responder às seguintes indagações: "(a) qual a quantidade e quais as características das operações foram efetuadas no período compreendido entre janeiro e setembro de 2008? (b) há operações com derivativos? Caso afirmativo, tais operações ensejavam elevados riscos? (c) tais operações apresentavam risco incompatível com o perfil de qual tipo de investidor? (d) as perdas incorridas foram resultado de quais tipos de operações?" (fl. 46).

[4] Como exemplo, a Reclamante apresentou um e-mail enviado por um funcionário da Reclamada, indicando que, para que a Reclamante "não perdesse] dinheiro na operação nós [da Corretora] rolamos o vencimento da mesma para o mês seguinte" (fl. 20). Ou seja, ao invés de se esclarecer que o débito seria apenas transferido para o mês seguinte, indicou-se que a medida evitaria que a Reclamante perdesse dinheiro.

[5] "Art. 3º. As bolsas devem estabelecer regras de conduta a serem observadas pelas corretoras no relacionamento com seus clientes e com os demais participantes do mercado, atendendo aos seguintes princípios:

(...)

VI – obrigação de obter e apresentar a seus clientes informações necessárias ao cumprimento de ordens, inclusive sobre riscos envolvidos nas operações do mercado;"

[6] Nos termos do Regulamento do MRP vigente a partir de 23.5.2012, referido comando passou a ser previsto em seu art. 2º, de acordo com o qual "[o] Reclamante poderá pleitear o ressarcimento de seu Prejuízo ao MRP, independentemente de qualquer medida judicial ou extrajudicial, no prazo de dezoito meses, a contar da data da ocorrência da ação ou omissão, perpetrada pela Reclamada, que tenha dado origem ao Prejuízo".

[7] Conforme apontado pela Reclamada, a Reclamante teria recebido R\$1.500,00 em 21.2, R\$2.500,00 em 12.3, R\$3.950,00 em 24.4, R\$5.143,60 em 29.4 e R\$7.780,00 em 23.5.2008.

[8] Além das retiradas já apresentadas pela Reclamada em sua defesa, verificou-se que ocorreram retiradas em 25.11.2008, 10.3.2009, 16.6.2009, 23.7.2009 e 17.8.2009, respectivamente, com os seguintes valores: R\$2.000,00, R\$500,00, R\$1.243,07, R\$18,00 e R\$2.004,83.

[9] Segundo o Relatório de Análise nº 0001/2011 da BSM, "taxas de turnover superiores a 8 seriam fortemente indicativas da prática de churning, não podendo-se descartar, contudo, a possibilidade de churning para taxas entre 2 e 8". Além disso, "cost-equity ratios superiores a 21% ao ano seriam consideradas como indicativas da prática de churning" (fls. 336/337).

[10] "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;

II - uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimo de valores mobiliários;

III - entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita;

IV - inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência;

V – intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil; e  
VI - encerramento das atividades”.

[\[11\]](#) Conforme voto proferido no âmbito dos Processos Administrativos CVM RJ2010/13179 e RJ2012/2904, julgados em 29.5.2012 e 8.10.2013.

[\[12\]](#) Idem.

[\[13\]](#) Vide voto proferido no âmbito do Processo Administrativo nº RJ2012-2032, julgado em 21.8.2012.