



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 36/2016-CVM/SMI/GME

Rio de Janeiro, 15 de fevereiro de 2016.

De: GME

Para: SMI

**Assunto: Recurso em Processo de Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos - Oscar Lopes de Alencar Junior e Um Investimentos S/A - Processo CVM nº RJ-2014-12861**

Senhor Superintendente,

1. Trata este processo de recurso, apresentado pelo Sr. Oscar Lopes de Alencar Junior ("reclamante") em 25/9/2012 contra a decisão de BSM de indeferir seu pedido de ressarcimento, no âmbito do MRP, em reclamação contra a UM Investimentos S/A CTVM ("reclamada") pela realização de operações em seu nome sem sua prévia autorização.

### A) HISTÓRICO

2. Inicialmente, o reclamante relatou que, apesar de diversas tentativas nesse sentido, ele não havia conseguido, até a data da reclamação, obter via do contrato assinado com a corretora, o que o levou à propositura da ação judicial de exibição de documentos nº 583.00.2012.192514-7.

3. Sem prejuízo disso, informa ter realizado um depósito total de R\$ 26.920,00 na conta corrente mantida em seu nome na reclamada, e consigna ter perdido, em operações não autorizadas, o montante de R\$ 19.967,28, que representariam "a diferença entre o valor total depositado em maio de 2011... e o saldo remanescente na conta".

4. Ainda na reclamação, alegou que "as poucas informações que o reclamante recebia sobre os seus investimentos eram obtidas através do funcionário da reclamada, Sr. Márcio Araújo", que então lhe passaria a informação de que "as coisas estavam sob controle". Informa, ainda nesse sentido, que o acesso ao sistema homebroker da reclamada apenas lhe teria sido concedido em dezembro de 2011, quando então percebeu que o saldo em sua conta era de apenas R\$ 2.285,03. Nesse momento, então, o Sr. Márcio Araújo lhe teria informado que tal fato teria decorrido "da crise do mercado e de operações mal sucedidas".

5. Assim, informa também que, desde "janeiro de 2012, buscou, por todos os meios encontrar uma composição amigável", mas sem sucesso, que teria envolvido, inclusive, "duas cartas registradas com aviso de recebimento, sendo a primeira em 19/07/2012 e a segunda, em 04/09/2012, sem qualquer resposta da reclamada".

6. De outro lado, defendeu na reclamação ter sido vítima da ocorrência de *churning*, dado que 94% do valor investido teria sido consumido por corretagens. Em documentação complementar de 13/11/2012, informou que teve acesso ao contrato assinado com a reclamada, que encaminhou para

anexação ao processo, e sobre o qual destacou constar que quaisquer operações apenas poderiam ser realizadas desde que autorizadas pelo reclamante.

7. Já na manifestação encaminhada em defesa, a reclamada, após informar que o cliente efetuou seu cadastramento na corretora em 15/10/2010, argumentou que não se pode assumir que o investidor não era conhecedor do mercado, uma vez que "afirmou ser conhecedor das regras, normas e sistema operacional" do mercado de valores mobiliários quando de seu cadastro na corretora.

8. Além disso, considera que o reclamante "mantinha estreito contato e relação de intimidade com seu assessor, Sr. Marcio Araújo", e que o cliente, nas gravações mantidas, "não só afirma que acompanha as operações, assim como monta estratégias com seu assessor, e que tem ciência de seu saldo". Para tanto, menciona contatos do reclamante com o setor de qualidade da corretora, no qual o reclamante teria afirmado que "está tudo ok. (...) O Márcio Araújo tem me passado as informações que eu preciso", ou que "a gente conversa e ele faz as operações pra mim".

9. A reclamada, assim, prossegue em seu recurso com a alegação de que os argumentos trazidos "são completamente contrários à boa-fé", uma vez que o cliente recebia as notas de corretagem das operações e os Avisos de Negociação de Ações ("ANA") e Extratos Mensais de Custódia emitidos pela CBLC.

10. Com relação aos problemas de acesso ao *homebroker*, a reclamada alegou que o investidor tinha ciência de tais problemas, e que a corretora sempre "se preocupou em resolver os problemas ocorridos".

11. Por essas razões, conclui que as perdas sofridas pelo investidor decorreram das condições adversas de mercado, e que a reclamação representa, apenas, uma "tentativa infundada de recuperar suas próprias perdas".

12. Diante dos argumentos das partes, a Gerência Jurídica da BSM ("GJUR") solicitou então a elaboração do Relatório de Auditoria GAN nº 1/2013, que, em suma, chegou às seguintes conclusões:

(a) para a identificação do perfil de atuação do reclamante no mercado, verificou que ele possuía conta também na BB Investimentos desde 10/5/2011, mas que, por meio dela, realizou apenas uma compra no mercado à vista no valor bruto de R\$ 2.688,00;

(b) a reclamada cadastrou o investidor como de perfil "agressivo" com base nas "operações realizadas, no conhecimento e na experiência do reclamante", mas não comprovou a realização de diligências junto ao investidor para obter esse perfil;

(c) o investidor realizou depósitos no valor de R\$ 22.000,00 e possuía saldo em 30/11/2012 no valor de R\$ 2.032,72, e as operações no período reclamado geraram resultado positivo de R\$ 2.510,90;

(d) o Sr. Márcio Araújo, citado na reclamação como contato na reclamada, não foi credenciado pela BM&FBOVESPA como operador;

(e) As gravações apresentadas pela reclamada não evidenciam a transmissão de "quaisquer ordens de operações, mas, em três dessas operações, o investidor e o Márcio comentam sobre os negócios que teriam sido realizados";

(f) Com relação ao *homebroker*, ficou confirmado que os primeiros acessos ocorreram a partir apenas de dezembro de 2011 e até abril de 2012 (18 no total), e ainda assim, nenhuma ordem foi disparada por meio desse sistema;

(g) o *Turnover Ratio* sobre o patrimônio médio do reclamante na conta corrente da reclamada foi de 502,23 vezes, e o *Cost Equity Ratio*, de 192,02%. Ainda, a GAN apurou que a probabilidade de que tal estratégia resultasse em ganhos que compensassem os custos incorridos para o investidor, baseado no histórico do Ibovespa entre 1996 e 2010, seria de 0,02%.

13. Dadas as conclusões do Relatório de Auditoria, nova oportunidade foi dada às partes para manifestação. A reclamada, além de reiterar o quanto já exposto na defesa inicial, vem alegar que (i) o investidor é advogado da SABESP de 46 anos e "já atuou como Vice-Presidente na Associação dos Profissionais da SABESP", o que corroboraria a tese de que se trata de investidor experiente; (ii) causa estranheza que o investidor tenha vindo reclamar das operações "no período de 6 meses após esse início [das operações]"; (iii) a corretora conhecia o perfil operacional "agressivo" do investidor; (iv) as gravações e os acessos ao *home broker* indicam que ele tinha conhecimento das operações; e que (v) "a

frequência de resultados negativos decorrentes das variáveis do mercado é a produtora dessas distorções", ao se referir aos altos *Turn Over Ratios* e *Cost Equity Ratios* apurados pelo Relatório GAN nº 1/2013.

14. Já o reclamante, ao tomar ciência do teor do Relatório GAN, argumentou adicionalmente que (i) a corretora o teria cadastrado inadvertidamente como um investidor "agressivo", sem seu conhecimento; (ii) as operações teriam sido cursadas de forma irregular por um funcionário da corretora (Sr. Márcio Araújo), que sequer teria autorização para tanto; e que (iii) o Relatório da GAN comprova a ocorrência de *churning* sobre sua carteira.

15. No parecer sobre o caso, a GJUR, então, vem a se manifestar no mérito, e, preliminarmente, opina pela tempestividade da reclamação e como legítimas as partes (fls. 497/522 do Doc. 25054).

16. Em relação ao mérito, a GJUR assevera que "não houve apresentação de gravação contendo registro de ordem para a execução das operações", o que gera a presunção de sua inexistência, resultante da obrigação, não cumprida pela corretora, de sua "gravação e arquivamento" mas que, nesse caso, "deve ser afastada".

17. Isso porque, segundo a Gerência Jurídica da BSM, apesar de algumas ligações tratarem de "questões pessoais não relacionadas às operações", em outras, (i) o investidor reconhece que recebia as notas de corretagem, (ii) o investidor afirmou estar satisfeito com "as operações" que lhe eram informadas (embora tenha admitido que precisava "se inteirar melhor do assunto"), (iii) uma das gravações indicava "a ciência/autorização do reclamante quanto às operações realizadas em seu nome", e (iv) havia gravações em que se discutiam os fundamentos de emissores específicos com os quais eles operariam, como, por exemplo, Usiminas, Petrobrás, Mundial e Marfrig.

18. Assim, propôs o indeferimento do pedido de ressarcimento, o que foi acompanhado, na íntegra, pelo Diretor de Autorregulação (fls. 523/525 do Doc. 25054). A Diretoria de Autorregulação decidiu, ainda, apurar em apartado as irregularidades identificadas neste processo (não apresentação de ordens, ausência de questionário de *suitability*, e exercício irregular da atividade de administração de carteiras e análise de valores mobiliários).

19. Em conclusão, o investidor veio apresentar recurso contra a decisão da BSM à CVM, no qual, em suma, repisou o quanto exposto já em suas manifestações anteriores, e veio também refutar as conclusões do parecer jurídico da BSM, que considerou "teratológico", porque (1) teria negado o ressarcimento mesmo após reconhecer "diversas irregularidades" e (2) teria se omitido quanto à ocorrência de *churning* com a carteira do investidor. Ainda, defendeu no recurso a aplicação do Código de Defesa do Consumidor ao caso, e a teoria da responsabilidade objetiva nele prevista.

## B) MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

20. Pelo que se vê, a BSM concluiu pela improcedência do pedido de ressarcimento por avaliar que, na verdade, o investidor tinha conhecimento das operações realizadas em seu nome e com elas concordava. Entretanto, diferente é a avaliação desta área técnica para este caso concreto específico.

21. Isso porque, como é possível verificar do teor das gravações apresentadas pela reclamada, na verdade "as operações" apresentadas pelo Sr. Márcio Araújo ao reclamante por telefone não correspondiam, de fato, às operações que efetivamente eram realizadas com os seus recursos, o que acaba por tornar irrelevante se há autorização - ou mesmo concordância - do reclamante manifestada nessas ligações, posto que se basearam, de forma geral, em relatos que não correspondiam à realidade dos fatos.

22. Das 9 gravações apresentadas pela reclamada, a primeira e a segunda, como assumido pela própria BSM, "tratam de questões pessoais não relacionadas às operações". Já em outras (como na terceira, quinta, sétima, oitava e nona gravações), constam comentários diversos de natureza fundamentalista a respeito de ações como a da Petrobrás, OGX, Mundial e Marfrig. É nítida a apresentação pelo operador, em relação a todos esses ativos, dos fundamentos dos emissores envolvidos nas operações, a discussão de um suposto valor justo para esses papéis, e a informação de que o posicionamento da carteira do investidor nesses ativos ocorria com base nessas premissas.

23. É o que se depreende, por exemplo, no comentário do operador de que "A gente comprou a

3,47... o papel [ações da Mundial] vai a 12 (doze) conto. Entendeu?", ou de que "Parece que a Bombril vai comprar não sei o quê... o balanço dela vai sair no dia 25, agora". Ou, ainda, quando afirma em relação às ações da OGX que "Do Eike Batista, que vai sair petróleo agora, tá bem defasada. Ela era R\$ 24,00... ela tá R\$ 13,00 hoje". Outro comentário nesse sentido, agora sobre o emissor Petrobrás, foi no sentido de que "ela tá defasada, tá 22 vinte e dois) paus. Mas é um papel que custa 30 (trinta) paus".

24. Apesar disso, a estratégia de investimentos adotada pelo operador com a carteira do cliente destoava completamente de tal discurso, posto que baseada em investimentos de curtíssimo prazo, representados em ampla maioria por operações de *day trade*. A maior evidência disso são as conclusões do Relatório de Auditoria GAN nº 1/2013, que apurou um *Turn Over Ratio* de mais de 500 vezes, e um *Cost Equity Ratio* de 192,02% para as operações realizadas em nome do investidor.

25. Os números desse mesmo Relatório não deixam margem a dúvidas nesse quesito. As operações de *day trade*, por exemplo, que somaram mais de R\$ 5,8 milhões, representavam 94% das operações em número de negócios, e 96% em termos de valores envolvidos.

26. Aqui, e é necessário repisar, não defendemos que uma estratégia de investimentos baseada no alto giro da carteira e em operações de *day trade* seja, por si apenas, irregular, e tampouco é o objeto do MRP definir se há irregularidade nessa prática no caso concreto (e sim, o processo administrativo próprio que foi instaurado pela BSM com esse propósito, como indicado no item 18 deste memorando). Mas a discrepância entre as informações prestadas pelo Sr. Márcio Araújo e as operações efetivamente executadas nos leva a concluir que o investidor era induzido, sistematicamente, a um erro de avaliação a respeito das operações executadas, já que em nenhuma das gravações apresentadas pela reclamada consta a informação, passada ao investidor, que a estratégia aplicada seria de tão alto giro da carteira.

27. Nesse contexto, o argumento da corretora de que "os encargos de corretagens... não são relevantes", acompanhado de uma listagem de alguns dias específicos de operações, não pode ser acolhido, pois não se pode avaliar a ocorrência de *churning* com base em operações ou dias específicos, como a reclamada pretendeu fazer, e sim, diante de uma análise mais ampla e contextualizada das operações executadas em determinado período de tempo, como, de fato, fez com propriedade a Gerência de Auditoria de Negócios em seu Relatório.

28. O ponto a ser discutido quando aventada a possibilidade de *churning* é que, para estratégias de investimento que envolvam tão evidentes vantagens ao intermediário (obtidas por meio da remuneração com as corretagens geradas), em prejuízo de possibilidades factíveis de retornos ao investidor, a presunção de inexistência de autorização para as operações ganha contornos muito mais fortes do que as cogitadas em um contexto ordinário de giro mais convencional para a carteira.

29. Assim, em tamanho cenário se impõe ao intermediário o ônus de demonstrar, com elementos ainda mais robustos e concretos, que essa estratégia específica havia sido autorizada pelo cliente, afinal, no caso concreto, ela apresentava a remota probabilidade de 0,02% de retornos que ao menos superassem os custos incorridos, ou seja, apenas preservassem o capital investido. E, apesar das diversas formas possíveis permitidas à reclamada para provar isso, ela não conseguiu demonstrar minimamente que tais ordens foram autorizadas, ou sequer que o investidor tinha ciência da estratégia de alto giro adotada para sua carteira.

30. E não se diga que, neste caso, a autorização para tantas operações teria sido dada fora do ambiente da corretora, como chegou a cogitar a reclamada. A atuação do investidor na outra conta que ele possuía (no caso, no Banco do Brasil) demonstra um perfil operacional bastante conservador em relação aos mercados de bolsa, tanto que naquela corretora ele chegou a executar apenas uma operação de compra de ações no valor bruto de R\$ 2.688,00 e, na oportunidade que a corretora teve de se desincumbir do ônus de provar o contrário, desperdiçou tamanha oportunidade, não recolhendo do investidor o questionário de *suitability* quando de seu cadastramento naquele intermediário. Assim, aqui também, a discrepância no perfil operacional entre as duas contas que ele possuía leva a crer que as operações realizadas na reclamada não eram, na prática, do conhecimento do investidor.

31. Os argumentos do reclamante ganham especial verossimilhança se lembramos que, no caso concreto, pelo período reclamado o investidor sequer teve acesso ao contrato que assinou com a

corretora, tampouco ao sistema *homebroker*, que poderia ter lhe conferido uma possibilidade mais concreta para acompanhar mais de perto as operações realizadas.

32. Aliás, assusta a quantidade de irregularidades apuradas pela BSM no curso da análise deste pedido de ressarcimento. Não que se pretenda adentrar aqui na materialidade desses pontos, mas, a bem da verdade, fica difícil endossar uma tese de defesa, como a apresentada pela reclamada, se ela não tem condições de apresentar muitas das provas possíveis (e, aliás, exigidas às vezes pela própria regulação da CVM) que ela poderia reunir para corroborar seus argumentos.

33. Nesse mérito, o precedente julgado pelo Colegiado da CVM no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-3951 é bastante elucidativo ao expor a vantagem desproporcional obtida pelo intermediário na estratégia aplicada como um forte elemento a caracterizar a ocorrência de *churning*, e, por consequência, a ausência de autorização do reclamante para as operações, conforme segue:

*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 1.º.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. 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*.*

*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.*

34. Muito além disso, como se pode ver, a semelhança fática entre o precedente citado e este caso é flagrante, pois, da mesma forma que naquele, neste também as operações apresentam (i) altos *Turn Over Ratios* e *Cost Equity Ratios* (que são ainda mais altos aqui); (ii) o reclamante não acessava o *homebroker*, apesar de sua insistência para obter tal acesso; (iii) as operações na reclamada são incompatíveis com o perfil do reclamante (conservador, quando observado seu comportamento em outra corretora; e desconhecido, na perspectiva da reclamada); (iv) as operações são comandadas por funcionário da corretora; e (v) não há registro de quaisquer ordens específicas.

35. Ademais, entendemos que tamanha interpretação não fere os demais precedentes da CVM, seja porque em outros casos se evidenciava que o investidor tinha ciência explícita do alto giro das operações (como visto no julgamento do Processo CVM nº RJ-2013-8640), seja porque a prática de *churning* não poderia ser considerada conclusiva (segundo, por exemplo, a decisão do

Processo CVM nº RJ-2012-10928).

36. Aliás, a citação ao precedente do Processo CVM nº RJ-2013-8640 é bastante oportuna para a apreciação deste caso. Isso porque o Voto da Dir.Rel. Ana Novaes naquele processo veio relembrar os elementos necessários para a caracterização da prática de *churning*, que entendemos se encontrar todos presentes neste caso, conforme segue:

*8. Com relação à alegação de prática de churning por parte do AAI, concordo com o entendimento da área técnica de que tal alegação não procede. Os elementos para a sua caracterização são: (i) A compra e venda intensas de ações; (ii) sem atender o interesse do cliente; (iii) para gerar corretagem; (iv) em benefício da corretora.*

37. Com relação à investigação aberta em paralelo para a apuração das eventuais irregularidades praticadas pela Um Investimentos CTVM e seu preposto, Sr. Márcio Araújo, a BSM informou (Doc. 30545) que (i) em relação à inexistência de gravação de ordens, verificada neste e em outros processos de MRP, e falhas na supervisão de seus prepostos, a instituição celebrou Termo de Compromisso em 1º/4/2015, incluindo, dentre outros, o pagamento do valor total de R\$ 1 milhão; (ii) quanto ao formulário de *suitability*, a análise do caso combinada com os resultados das auditorias operacionais de 2013 e 2014 evidenciaram se tratar de um problema isolado, que foi, assim, arquivado; (iii) no que se refere à atuação do preposto, foi instaurado outro processo para investigações adicionais para definir a ocorrência ou não de gestão irregular de carteiras, em andamento; e (v) sobre o eventual exercício irregular da atividade de análise, não foi identificada irregularidade.

38. Assim, em razão de todo o exposto entendemos que deve ser reformada a decisão da BSM, com o deferimento do pedido de ressarcimento do investidor, no montante de R\$ 19.967,28, atualizados monetariamente. Propomos, ainda, que a relatoria do caso seja conduzida por esta GME/SMI.

Atenciosamente,

Daniel Walter Maeda Bernardo

Gerente de Estrutura de Mercado e Sistemas Eletrônicos - GME

De acordo. Ao SGE, com proposta de relatoria por parte desta GME/SMI.

Waldir de Jesus Nobre

Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Gerente**, em 15/02/2016, às 11:36, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Waldir de Jesus Nobre, Superintendente**, em 24/02/2016, às 16:46, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0077196** e o código CRC **66C54318**.  
*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" 0077196 and the "Código CRC" 66C54318.*

---

---

**Referência:** Processo nº 19957.001537/2015-19

Documento SEI nº 0077196