



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VOTO

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 04/2006

Reg. Col. nº 1115/18

Acusados: José Henrique D'Elia
Ricardo Binelli
Ricardo de Paula Nicoluci

Assunto: Apuração de eventuais irregularidades na captação de clientes, na colocação e na negociação de valores mobiliários, por parte de agentes autônomos de investimentos e de outros integrantes do sistema de distribuição, no período de 2006 a 2008.

Relator: Diretor Gustavo Gonzalez

Voto: Diretor Henrique Machado

VOTO

I. BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO

1. Conforme descrito no Despacho[\[1\]](#) do Ilustre Diretor Gustavo Gonzalez, submete-se à apreciação deste Colegiado proposta de redefinição jurídica de uma das acusações constantes do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 04/2016. Em seu entendimento, a acusação de administração irregular de carteira por infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/1976, ao artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999, ao artigo 16, IV, "b", da Instrução CVM nº 434/2006 (entre 01.07.2010 e 31.12.2011) e ao artigo 13, IV, da Instrução CVM nº 497/2011 (no período restante, que coincidiu com a vigência dessa Instrução) deveria ser substituída por uma acusação de violação dos deveres fiduciários de agentes autônomos em infração ao artigo 15, II, da Instrução CVM nº 434/2006 (fatos entre 01.07.2010 e 31.12.2011) e ao artigo 10, caput, da Instrução CVM nº 497/2011 (fatos entre 01.01.2012 e 31.03.2012), para Ricardo de Paula Nicoluci.

2. Nesse mister, o Despacho aduz que, segundo o entendimento constante em precedentes desta CVM, 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) a realização em caráter profissional, como aquela que se faz por ofício, por profissão e não por simples laço de amizade ou parentesco, tendo caráter contratual, remuneratório e continuado; (iii) a entrega de recursos ao administrador para que este os administre; e (iv) a autorização, expressa ou tácita, para compra ou venda de títulos e valores mobiliários por conta do investidor[2].

3. Ocorreria, entretanto, que os fatos descritos nos autos demonstrariam que o investidor não teria autorizado o acusado a comprar e vender títulos e valores mobiliários em seu nome. Assim, como a gestão dos recursos não teria sido autorizada pelo investidor, não haveria que se falar em “gestão irregular” mas, sim, em desvirtuamento dos deveres fiduciários do agente autônomo. A conduta de Ricardo Nicoluci apontaria, em verdade, para a prática de atos que ferem a relação fiduciária mantida entre o agente autônomo de investimento e os clientes por ele atendidos, bem como a mantida entre o profissional e a corretora com quem mantinha vínculo.

II. DA DIVERGÊNCIA

II.1 ADMINISTRAÇÃO REGULAR DE CARTEIRA X ADMINISTRAÇÃO IRREGULAR DE CARTEIRA

4. O cerne da presente controvérsia está na definição da atividade sujeita a registro, intitulada “administração de carteira”, nos termos do art. 23 da Lei nº 6.385/76, e suas consequências jurídicas sobre condutas marginais praticadas no âmbito do mercado de valores mobiliários. Assim dispõe o mencionado art. 23:

Da Administração de Carteiras e Custódia de Valores Mobiliários

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.

5. O dispositivo legal impõe que a atividade profissional de administração de carteira de valores mobiliários depende de prévio registro do cidadão interessado e, em seguida, define como a atividade sujeita a registro deve ser exercida. Assim, sem maiores dificuldades, o entendimento amplamente consolidado[3] pela CVM é de que a atividade de administração de carteira, sujeita a registro, resta caracterizada quanto presente os seguintes requisitos, já destacados no Despacho: (i) a gestão, (ii) a título profissional, (iii) de recursos entregues ao administrador, (iv) com a autorização para a compra e venda de títulos e valores mobiliários por conta do investidor.

6. Entre os elementos destacados pela Lei, a gestão de recursos entregues ao administrador é o que objetivamente caracteriza atividade de administração de carteira no aspecto fático. À toda evidência, a mera entrega de recursos não poderia caracterizar administração de carteira sem que sobre ela se exerça a gestão, assim entendida como a liberdade para estabelecer uma estratégia de investimento e, dentro dessa estratégia, executar os passos necessários para sua efetivação. Da mesma forma, não é possível cogitar administração de carteira se nenhum recurso for entregue para ser gerido.

7. De outra forma, o caráter profissional da atividade, outro elemento da administração de carteira sujeita a registro, parece-me representar um aspecto discricionário do legislador. Ou seja, poderia a Lei ter exigido que a gestão de recursos entregues ao administrador fosse sujeita a registro mesmo quando exercida em decorrência de simples laço de amizade ou parentesco. Bem andou o legislador ao não fazê-lo.

8. A autorização do investidor, por sua vez, é requisito vinculado à própria regularidade da conduta, porquanto a gestão de recursos sem autorização de seu proprietário configura verdadeiro esbulho. É condição para o registro, portanto, que a gestão profissional de recurso de terceiros seja realizada de forma regular, ou seja, mediante autorização do legítimo proprietário dos recursos geridos. Aliás, sequer se pode imaginar que a Lei exigiria registro para a prática de atividade ilícita.

9. Nesse diapasão, interpreto o art. 23 da Lei nº 6.385/76 como a exigência de que a administração regular de carteira seja realizada mediante registro na CVM, nos termos e condições que a regulamentação infralegal dispuser, podendo exigir requisitos de qualificação profissional, domicílio, reputação ilibada, etc. Frise-se o óbvio: o comando legal não pretendeu disciplinar os requisitos para a administração irregular de carteira.

II.2 ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRA SEM REGISTRO E A ADMINISTRAÇÃO IRREGULAR DE CARTEIRA

10. A jurisprudência formada a partir dos julgamentos do Colegiado da CVM em processos administrativos sancionadores é repleta de casos sobre o exercício da atividade de administração de carteira sem prévia obtenção de registro. Essa é a hipótese que popula a imensa maioria dos precedentes já citados neste voto.

11. Em casos que tais, a tarefa inicial do julgador é verificar se a conduta praticada pelo acusado se enquadra no exercício da atividade regular de administração de carteira, o que significa preencher os elementos descritos no art. 23 da Lei nº 6.385/76. Se o resultado for positivo e o acusado não tiver obtido registro previamente, tem-se a administração de carteira sem registro, conduta que viola o mencionado art. 23 e também configura crime nos termos do art. 27-E da mesma Lei.

12. A administração de carteira sem prévio registro, entretanto, não deve resumir a única forma de realizar a gestão de recursos de terceiros irregularmente, sob pena de se proteger o registro e olvidar o investidor. A discussão foi alvo de debate no julgamento do PAS CVM nº RJ2014/12921, citado no Despacho. Naquela oportunidade, acompanhei o voto vencido do Diretor Gustavo Borba do qual retiro o excerto descrito abaixo:

5. Apesar de não haver discussão sobre a forma de atuação dos acusados, o Diretor-relator entendeu que, para a configuração da hipótese de administração irregular de carteira, seria imprescindível que o investidor houvesse autorizado a gestão de sua carteira pelos acusados, de modo que a infração em tela estaria afastada diante da ausência de permissão do investidor para a TOV e Mario Calfat aplicassem de forma discricionária os recursos por ele alocados na corretora.

6. Tal interpretação foi extraída do próprio conceito legal (art. 23, §1], da Lei nº 6.385/76) e regulatório (art. 2º da ICVM nº 306/99) de administração de carteira, que demandaria a presença “dos seguintes requisitos: (i) gestão; (ii) a título profissional; (iii) de recursos entregues ao

administrador; (iv) com autorização para a compra e venda de títulos e valores mobiliários.” (fls. 412).

7. Parece-me, contudo, que a ausência de alguns desses requisitos não levaria à conclusão inevitável de que não teria havido administração de carteira, uma vez que, dependendo da configuração do caso, apenas a regularidade da gestão poderia estar comprometida, mas não a efetiva realização da administração de carteira.

8. Por outras palavras: a Lei nº 6.385/76 definiu o conceito de administração regular de carteira, mas, esse conceito geral não impede que, mesmo diante da ausência de alguns dos requisitos para a administração regular, ainda assim possa ocorrer a administração de carteira, contudo, com vício que a configure como irregular.

9. A configuração da administração de carteira, s.m.j., exige, em seu aspecto nuclear, a aplicação de forma discricionária e com caráter profissional dos recursos que um investidor colocou à disposição de alguém. Destarte, a ausência de autorização do investidor para que o profissional realize a gestão dos recursos não afastaria a efetiva administração de carteira (se a gestão discricionária efetivamente ocorreu), mas, apenas excluiria a regularidade dessa gestão.

10. O caso clássico de administração irregular de recursos ocorre quando alguém não habilitado a tanto pela CVM recebe recursos de investidor para realizar a gestão dos mesmos. Nesse caso, o investidor confere autorização ao “profissional” para a realização da gestão, mas, quem recebe e realiza a gestão não está registrado na CVM como administrador de carteira, o que gera a irregularidade na administração (v.g., PAS CVM nº RJ2014/12175 e PAS CVM nº RJ2015/5002)¹.

11. Não me parece, contudo, que essa deva ser considerada a única hipótese possível de administração irregular de recursos, o que limitaria demasiadamente e sem justificativa plausível os casos de gestão irregular de carteira, deixando várias situações delicadas sem definição.

12. Como acima exposto, entendo que, para a configuração da administração de carteira, bastaria a ocorrência de efetiva gestão discricionária e profissional de recursos colocados à disposição do “agente”, de forma que a ausência de autorização do investidor para a realização da gestão não afastaria a ocorrência da administração de carteira, mas, sim, e apenas, a sua regularidade.

13. No caso, o acusado Mario Calfat não era registrado na CVM como administrador de carteira, nem, tampouco, recebeu do investidor autorização para promover a gestão dos recursos alocados na TOV – a qual, anote-se, também não era registrada como administradora de carteira.

14. Assim, dois dos requisitos para a regularidade da administração de carteira foram descumpridos (registros na CVM e autorização do investidor), mas, a gestão profissional de recursos parece-me ter efetivamente ocorrido.

13. Vale ressaltar, em benefício de uma interpretação sistemática da norma, que o tipo penal de exercício irregular de atividade, de que trata o mencionado art. 27-E da Lei nº 6.385/76, já não exige o preenchimento de todos os requisitos elencados para o registro da atividade de administrador de carteira. Percebe-se, assim, que o exercício irregular da atividade não pressupõe a presença de todos os elementos exigidos pela Lei para o registro na CVM.

Art. 27-E. Exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade

administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento:
(Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

II.3 ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRA POR AGENTES AUTÔNOMOS. ART. 13, IV, DA ICVM 497/11.

14. O art. 13 da Instrução CVM nº 497/2011 apresenta o rol das condutas vedadas aos agentes autônomos, todas elas consideradas graves nos termos do art. 23, III, da mesma instrução. O art. 13, inc. IV, assim dispõe:

Art. 13. É vedado ao agente autônomo de investimento ou à pessoa jurídica constituída na forma do art. 2º:

(...)

IV - contratar com clientes ou realizar, ainda que a título gratuito, serviços de administração de carteira de valores mobiliários, consultoria ou análise de valores mobiliários;

15. A norma infralegal também apresenta uma hipótese de exercício irregular da atividade de administração de carteira que não pressupõe o preenchimento dos requisitos para o registro. Isso porque o agente autônomo, nessa condição, não pode gerir recursos de terceiro ainda que o faça a título gratuito em virtude de eventual relação de amizade ou mero diletantismo.

16. E nem se cogite que o inciso supra transcrito tenha por objetivo impedir que agentes autônomos, também registrados como administradores de carteira, realizem atividades típicas de gestão. Isso porque o art. 13, § 1º, da mesma norma, determina que o agente autônomo de investimento que seja registrado pela CVM, a fim de exercer atividade de administração de carteira na forma da regulamentação em vigor, deve requerer o cancelamento de seu credenciamento como agente autônomo de investimento junto à entidade credenciadora. Não é, portanto, possível manter a condição de agente autônomo e administrador de carteira simultaneamente.

17. Conclui-se, assim, que a prestação de serviço de administração de carteira, vedada ao agente autônomo, não requer e não se confunde com o preenchimento dos requisitos para o registro na CVM como administrador, pois não se pretendeu regular o registro mas evitar o exercício material da atividade de administração de carteira por aqueles já registrados como agentes autônomos. Proibiu-se, portanto, ao agente autônomo a prática dos atos que materialmente descrevem a administração de carteira, quais sejam, a gestão de recursos a ele entregue, ainda que a título gratuito.

18. Administração irregular de carteira que não se confunde com a administração de carteira sem prévio registro.

II.4 A AUTORIZAÇÃO DADA AOS AGENTES AUTÔNOMOS.

19. Em que pesem os argumentos já apresentados, é possível que ainda persista a convicção de que não se poderia falar propriamente em “administração de carteira” sem que estejam presentes todos os elementos descritos no art. 23, inc. I, da Lei nº 6.385/76. Essa é uma leitura bastante estrita do dispositivo e que, como visto, afasta o enquadramento daqueles que materialmente executam a gestão de recursos de terceiros, priorizando a proteção ao registro e, não, a proteção do investidor.

20. Reconheço, nada obstante, que essa é uma interpretação bastante razoável da norma não só diante da literalidade do texto legal mas também, e principalmente, porque a vasta maioria dos casos que consolidaram esse entendimento tinham como premissa a existência daqueles elementos, como já destacado neste voto.

21. O caso dos autos, envolvendo um agente autônomo, torna-se mais comum e relevante após o incremento da participação desses profissionais no sistema de distribuição de valores mobiliários. A par dos nítidos benefícios resultantes desse incremento, verifica-se marginalmente condutas indesejadas de alguns profissionais.

22. Ocorre, contudo, que não há como afastar a caracterização da administração de carteira por agentes autônomos, em casos como o ora em exame, mesmo numa leitura mais estrita do art. 23, inc. I, da Lei nº 6.385/76. Perceba-se, nesse sentido, que a narrativa acusatória não contempla dúvidas quanto ao fato de que o acusado teria praticado (i) a gestão, (ii) a título profissional, (iii) de recursos entregues ao administrador. A discussão suscitada pelo Despacho reside na existência ou não de autorização para compra ou venda valores mobiliários por conta do comitente.

Da Administração de Carteiras e Custódia de Valores Mobiliários

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.

23. A autorização para compra ou venda de valores mobiliários por conta do comitente é, entretanto, requisito necessário para o exercício da atividade de agente autônomo, descrita no art. 1º, inc. II, da Instrução nº 497/11. Nos contratos de intermediação, a corretora e o agente autônomo ficam autorizados a executar, em nome do cliente, as ordens verbais e escritas por ele transmitidas. Não há, portanto, como não reconhecer também a presença desse elemento típico da administração de carteira sujeita a registro.

24. Aliás, é exatamente por obter essa autorização do cliente que o agente autônomo consegue praticar o ilícito, gerindo irregularmente, de forma profissional, os recursos entregues pelo investidor. Sem essa autorização, o infrator não conseguiria gerir discricionariamente a carteira do investidor, estabelecendo unilateralmente uma estratégia de investimento e executando os passos necessários para sua efetivação. O profissional extrapola os limites de seu mandato e pratica irregularmente atividade de administração de carteira, sem o registro exigido por lei.

25. Tenho, inclusive, que a administração de carteira realizada por agente autônomo é conduta mais grave do que aquelas realizadas por outros cidadãos. Primeiro porque o agente autônomo é um profissional do sistema de distribuição de valores mobiliários, não podendo alegar em sua defesa o desconhecimento da norma ou boa-fé. Segundo porque pratica a infração em violação de deveres fiduciários decorrentes da função que ocupa. De fato, o agente autônomo aproveita-se da relação de confiança mantida com os clientes e com a corretora para gerir discricionariamente os recursos do investidor; ao invés de recepcionar, registrar e transmitir as ordens concebidas pelo investidor.

III. CONCLUSÃO

26. A meu ver, sem prejuízo do exame do mérito cabível no momento do julgamento, a conduta do acusado descrita nos autos revela administração irregular de carteira, sem prévio registro na CVM, mediante deturpação de suas atribuições contratuais e em desrespeito à regulamentação da atividade de agente autônomo.

27. Por todo o exposto, divirjo do ilustre relator e voto pela manutenção da capitulação jurídica definida pela acusação no relatório inquérito, imputando-se ao acusado Ricardo de Paula Nicoluci responsabilidade pela infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/1976, ao artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999, ao artigo 16, IV, "b", da Instrução CVM nº 434/2006 (entre 01.07.2010 e 31.12.2011) e ao artigo 13, IV, da Instrução CVM nº 497/2011 (no período restante, que coincidiu com a vigência dessa Instrução).

É como voto.

Rio de Janeiro, 9 de junho de 2020

Henrique Balduino Machado Moreira

Diretor

[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.

[2] 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.

[3] No mesmo sentido, os PAS CVM SEI nº 19957.006136/2016-28 e PAS CVM nº 2014/0382, ambos de 9 de outubro de 2018 e de minha relatoria.



Documento assinado eletronicamente por **Henrique Balduino Machado Moreira, Diretor**, em 06/07/2020, às 18:17, 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 **1049270** e o código CRC **CB2C912F**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1049270** and the "Código CRC" **CB2C912F**.*