



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

#### DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 22/2013 (19957.000132/2015-55)

Data do julgamento: 18/09/2018

Acusados:

Claudio Roberto Lozer

Fernando Optiz

Thiago Manzi Coutinho

Um Investimentos S.A. CTVM

Ementa: Atuação irregular de agentes autônomos de investimento vinculados à UM Investimentos S.A. CTVM na administração de carteiras de valores mobiliários entre junho de 2009 e março de 2012. Infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/76 c/c art. 3º da Instrução CVM nº 306/99. Infração ao art. 16, VI da Instrução CVM nº 306/99. Multas. Proibição Temporária.

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

i. Pela condenação de Claudio Roberto Lozer às seguintes penalidades:

a) Multa no valor de R\$ 250.000,00 pelo exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 06.06.2009 e 13.01.2010, em infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/76 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/99; e

b) Proibição temporária, pelo prazo de 60 (sessenta) meses, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, por promover negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/99.

ii. Pela condenação de Thiago Manzi Coutinho às seguintes penalidades:

a) Multa no valor de R\$ 250.000,00 pelo exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 14.01.2010 e 02.01.2011, em infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/76 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/99; e

b) Proibição temporária, pelo prazo de 60 (sessenta) meses, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, por promover negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/99.

iii. Pela condenação de Fernando Optiz às seguintes penalidades:

a) Multa no valor de R\$ 250.000,00 por concorrer para administração irregular de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 06.06.2009 e 02.01.2011, em infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/76 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/99; e

b) Multa no valor de R\$ 275.000,00 por concorrer para a promoção de negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/99.

iv. Pela condenação de UM INVESTIMENTOS S.A. CTVM às seguintes penalidades:

a) Multa no valor de R\$ 500.000,00 por concorrer para administração irregular de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 06.06.2009 e 02.01.2011, em infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/76 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/99; e

b) Multa no valor de R\$ 500.000,00 por concorrer para a promoção de negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/99.

O Colegiado decidiu, por fim, comunicar o resultado do julgamento à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao OFÍCIO/CVM/SGE/Nº 83/2015, para as providências que aquele órgão julgar cabíveis no âmbito de sua competência.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 34 c/c art. 29, ambos da Lei nº 13.506/17, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 229 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsortes tiverem diferentes procuradores.

Por força do disposto na Lei nº 13.506/17, os acusados punidos com a penalidade de proibição temporária poderão, no prazo de 10 dias, contados da data da ciência desta decisão, requerer ao Colegiado da CVM efeito suspensivo da decisão.

Presentes os advogados *José Gabriel Assis de Almeida*, representando os acusados Fernando Optiz e Um Investimentos S.A. CTVM e *Fabiano de Melo Ferreira*, representante do acusado Thiago Manzi Coutinho.

O acusado Claudio Roberto Lozer não constituiu representante nos autos.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Gustavo Machado Gonzalez, Relator, Henrique Balduino Machado Moreira, e Pablo Renteria, que presidiu a sessão.

Ausente o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Machado Gonzalez, Diretor**, em 10/10/2018, às 08:48, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Henrique Balduino Machado Moreira, Diretor**, em 10/10/2018, às 11:09, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Pablo Waldemar Renteria, Presidente em exercício**, em 22/10/2018, às 13:57, 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](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0605428** e o código CRC **108DEBDB**.

*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" **0605428** and the "Código CRC" **108DEBDB**.*

---



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 22/2013**

Reg. Col. nº 9952/2015

**Acusados:** Claudio Roberto Lozer  
Thiago Manzi Coutinho  
Fernando Optiz  
UM Investimentos S.A. CTVM

**Assunto:** Apuração de eventual atuação irregular de agentes autônomos de investimento vinculados à UM Investimentos S.A. CTVM na administração de carteiras de valores mobiliários entre junho de 2009 e março de 2012.

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

**RELATÓRIO**

**I. OBJETO**

1. Este processo administrativo sancionador foi instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS”) em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE” e, em conjunto com a SPS, “Acusação”) após apuração realizada no âmbito de inquérito administrativo.

2. Claudio Roberto Lozer (“Claudio Lozer”) e Thiago Manzi Coutinho (“Thiago Coutinho”) são acusados (i) de terem exercido irregularmente a atividade de administração de carteira de valores mobiliários, em infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/1976<sup>1</sup> c/c artigo 3º da Instrução

---

<sup>1</sup> Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão. § 1º - O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente. § 2º - Compete à Comissão estabelecer as normas a serem observadas pelos administradores na gestão de carteiras e sua remuneração, observado o disposto no Art. 8º inciso IV.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

CVM nº 306/1999<sup>2</sup>, e (ii) de terem praticado operações excessivas em nome de clientes com o único propósito de gerar receita de corretagem, prática internacionalmente conhecida como *churning*, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999<sup>3</sup>.

3. Fernando Opitz (“Diretor”), UM Investimentos S.A. CTVM (“UM Investimentos” ou “Corretora”, antes denominada Umuarama S.A. CTVM, e, em conjunto com Fernando Opitz, Thiago Coutinho e Claudio Lozer denominam-se “Acusados”) são acusados de terem concorrido para os dois ilícitos mencionados.

## II. ORIGEM

4. Este processo teve origem em reclamação apresentada por Antônia Carrillo Canhadas (“Antônia”) e MARI Locadora de Equipamentos Ltda. (“MARI” e, em conjunto com Antônia, “Investidoras” ou “Clientes”) ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (“MRP”). Embora a CVM tenha, em sede de recurso, confirmado a decisão da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (“BSM”) que indeferiu o ressarcimento solicitado, decidiu apurar indícios de irregularidades na gestão das carteiras das Investidoras.

### II.1. RECLAMAÇÃO AO MECANISMO DE RESSARCIMENTO DE PREJUÍZOS

5. Segundo a reclamação apresentada pelas Investidoras à BSM em 25.04.2012 (“Reclamação”), Antônia foi procurada por Thiago Coutinho, filho de um amigo de longa data, que se apresentou como agente autônomo de investimento (“AAI”) e sugeriu abertura de conta na UM Investimentos.

6. Assim, Antônia e MARI, sendo essa *holding* representada pela firma isolada da primeira, celebraram com a UM Investimentos contratos para realização de operações nos mercados de bolsa e balcão em 18.06.2009 e 06.07.2009, respectivamente<sup>4</sup>. Assinaram também com a Corretora, em 18.06.2009 e 17.07.2009, respectivamente, contratos de administração de carteira “Arrojada” (fls. 133/137 e 1029/1033). Esses contratos previam possibilidade de alavancagem de

---

<sup>2</sup> Art. 3º A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM.

<sup>3</sup> Art. 16. É vedado ao administrador de carteira: *Omissis* VI - promover negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra, com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros.

<sup>4</sup> Fls. 125/131 e 1022/1027, respectivamente.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

até dez vezes o patrimônio da carteira e, segundo a Reclamação, não apresentavam correlação com seus perfis conservadores.

7. Um segundo contrato de administração de carteira foi assinado em 08.01.2010 entre MARI e UM Investimentos (fls. 142/146). Na versão das Investidoras, esse novo contrato, denominado “INVISTA MODERADO” e que permitia grau máximo de alavancagem de cinco vezes o patrimônio da carteira, foi assinado após Antônia tomar ciência de prejuízos sofridos e solicitar que a gestão considerasse um perfil mais conservador. Entretanto, ela não apresentou cópia que confirmasse esse novo grau de alavancagem, alegando que a Corretora nunca lhe forneceu esse documento. Por outro lado, a UM Investimentos enviou cópia deste segundo contrato para a CVM na qual consta cláusula de alavancagem de dez vezes.

8. Em recurso ao Pleno do Conselho de Supervisão da BSM, as Investidoras alegaram que a cópia desse segundo contrato enviada pela Corretora aproveitou a primeira página do contrato assinado em 18.06.2009 e argumentaram que seria ilógica a existência de dois contratos idênticos assinados em datas distintas.

9. Consta da Reclamação que “*a corretora realizou operações em nome das reclamantes com a única intenção de auferir corretagens*” e que desde a abertura até o encerramento das contas foi debitado de MARI o valor de R\$1.106.247,66 e de Antonia, R\$154.052,98 a título de corretagem (fl. 23).

10. No decorrer do período entre a assinatura dos contratos de administração de carteira e seus encerramentos, as Investidoras alegaram que três agentes autônomos de investimento foram responsáveis pela gestão dos recursos: Thiago Coutinho, Cláudio Lozer e S.S, anexando à Reclamação e-mails trocados com os mencionados profissionais (fls. 39/97).

11. Antônia afirmou que, por diversas vezes, demonstrou interesse em encerrar suas contas na Corretora. Algumas reuniões foram realizadas entre ela e pessoas ligadas à UM Investimentos e ela foi convencida a mantê-las sob o argumento de que um novo gestor mais capacitado assumiria a gestão da carteira e recuperaria as perdas sofridas. Algumas pessoas citadas na Reclamação que teriam participado dessas reuniões, além dos três agentes autônomos de investimento já relacionados, foram R.S., que se apresentou como Gerente de Relacionamento da Corretora, S.M, “Beto” e M.M, sendo que estes dois últimos se apresentaram como sócios da UM Investimentos.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

12. Em setembro de 2011, Antônia afirma ter solicitado a rescisão dos contratos e, em 17.11.2011, ter passado a operar sua carteira pessoa física mediante ordens diretas à Corretora. Em relação ao contrato assinado por MARI, foi informada de que não seria possível realizar a rescisão naquele momento, pois havia operações a serem liquidadas que “tinham prazo para vencer”. Em 06.03.2012, por meio de seu advogado, as reclamantes notificaram a UM Investimentos para que parasse de realizar operações em seus nomes (fls. 19/20).

#### **II.2. DECISÃO DA BSM SOBRE RECLAMAÇÃO AO MRP**

13. O diretor de Autorregulação, acatando sugestão da Gerência Jurídica da BSM, decidiu arquivar a reclamação formulada pelas Investidoras, sob o fundamento de que a atividade de administração de carteira de valores mobiliários não se encontra dentro das hipóteses de ressarcimento pelo MRP determinadas no artigo 77 da Instrução CVM nº 461/2007 (fl. 1471/1474). Pelos mesmos fundamentos, o Pleno do Conselho de Supervisão da BSM, em decisão unânime, negou provimento ao recurso interposto pelas Investidoras contra a decisão do Diretor de Autorregulação (fl. 1486/1522).

#### **II.3. RECURSO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

14. As Investidoras apresentaram recurso à CVM contra a decisão da BSM, recebido pela Superintendência de Relação com o Mercado e Intermediários (“SMI”), que realizou diligências, como o envio de ofícios destinados à BSM e à UM Investimentos para fornecimento de informações sobre posição mensal da carteira e dos ativos das Investidoras (fls. 1.531/1.670). A SMI concluiu que o limite máximo de alavancagem previsto nos contratos não foi desrespeitado pela Corretora e opinou pela não configuração de nenhuma das hipóteses de ressarcimento aplicáveis ao MRP. Posteriormente, enviou o processo ao Colegiado, recomendando a manutenção da decisão da BSM, e também à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”) para que fossem tomadas as providências cabíveis quanto à denúncia de administração irregular de carteira por AAIs (fls. 1671/1686).

15. Em 15.10.2013, o Colegiado, acompanhando o voto da Diretora Relatora Ana Novaes, deliberou, por unanimidade, o indeferimento do recurso e a consequente manutenção da decisão proferida pelo Conselho de Supervisão da BSM. Em síntese, assentou-se (i) que eventuais problemas na execução do contrato de administração de carteira, ainda que prestados por





#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

corretora de valores mobiliários, foge ao escopo do MRP; e (ii) que a prática de negociação excessiva, se devidamente caracterizada, pode ensejar a punição administrada pela CVM.

16. Em 06.11.2013, foi instaurado o Inquérito Administrativo CVM nº 22/2013 para apurar indícios de que agentes autônomos de investimento teriam gerido as carteiras de valores mobiliários das Investidoras e de prática de negociação excessiva<sup>5</sup>.

### III. ACUSAÇÃO

17. Em 22.06.2015, foi emitido o Relatório da Comissão de Inquérito, o qual foi retificado em 01.07.2015.

#### III.1. NEGOCIAÇÃO EXCESSIVA

18. A Acusação aponta que a cliente MARI, entre julho de 2009 e abril de 2012, realizou aportes de R\$4.613.460,94, sendo R\$1.383.830,00 em dinheiro, R\$584.897,00 em ações e R\$2.644.733,94 em CDBs<sup>6</sup>, e resgatou somente R\$790.999,84 em dinheiro. Ao final do período, a carteira administrada de MARI teria sofrido, portanto, uma perda de R\$3.822.461,10. A rentabilidade entre março de 2010 e o fim do período analisado teria sido de -52,62%<sup>7</sup>.

19. Por sua vez, entre julho e setembro de 2009, a cliente Antônia, aportou R\$700.000,00 em dinheiro e resgatou, em abril de 2012, o equivalente a R\$625.015,64, parte em ações e parte em dinheiro. Ao final do período, a carteira administrada de Antônia teria sofrido, portanto, uma perda de R\$74.984,36. A rentabilidade da carteira no período analisado teria sido de -26,95%.

20. Ademais, a Acusação apurou que nos períodos analisados as carteiras de MARI e Antônia registraram gastos de R\$1.719.952,10 e R\$209.640,77, respectivamente. Esses valores abarcariam, dentre outras rubricas, encargos por atraso na liquidação, taxa de administração e taxa BTC. A principal rubrica foi a de taxa de corretagem, que alcançou os valores de

<sup>5</sup> Portaria/CVM/SGE/nº 263, fls. 1/6.

<sup>6</sup> Segundo a Acusação, o CDB de R\$4.000.000,00 foi utilizado como garantia e sua custódia retornou ao banco na data de vencimento e, em seu lugar, foi oferecido outro CDB de R\$2.450.000,00. A diferença de R\$1.550.000,00 e acréscimos pactuados foram resgatados por MARI. Dessa forma, a Acusação considerou que o valor aportado em CDB foi de R\$2.450.000,00 mais a respectiva rentabilidade, que totalizou R\$2.644.733,94.

<sup>7</sup> Segundo a Acusação, a rentabilidade não foi calculada para o período anterior a março de 2010 porque, só a partir dessa data, o controle de carteiras de investimento pela UM Investimentos passou a ser realizado por um sistema informatizado, não havendo informações suficientes para o seu cálculo referente ao que se passou anteriormente.





**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

R\$1.045.604,44 e R\$151.488,23, respectivamente. A Acusação afirma que, considerando as duas carteiras, os encargos por atraso na liquidação totalizaram R\$86.239,78, assinalando que tal cobrança não seria razoável, pois a responsabilidade pelo controle das contas seria do administrador, a UM Investimentos.

21. Instados a se manifestarem, ainda na fase de investigação, os Acusados afirmaram que Antônia era responsável pelas decisões de investimento. Essa informação contrastaria com as afirmações da cliente e também com as encaminhadas pela UM Investimentos. Segundo a Corretora, o processo de tomada de decisões “era baseado em uma análise ‘top down’, onde dependendo do cenário macroeconômico eram feitas posições ‘long’ em determinado setor e ‘short’ em outro”, sem fazer menção à participação das Investidoras nas decisões de investimento.

22. A Corretora informou também que Fernando Opitz seria a pessoa responsável pela gestão das carteiras das Investidoras e que elas foram atendidas por Claudio Lozer entre 06.06.2009 e 13.01.2010 e por Thiago Coutinho entre 14.01.2010 e 02.01.2011.

23. Fernando Opitz também teria prestado informações contraditórias durante a investigação, pois, em resposta a ofício, informou ser ele a pessoa que desenvolvia a atividade de tomada de decisão de alocação das carteiras das Investidoras, sem fazer qualquer menção a um comitê de gestão. Por sua vez, em depoimento, ele afirmou que a responsabilidade das decisões era do mencionado comitê e que seu voto valia o mesmo que o dos demais participantes. A Acusação afirma ser estranho o fato de o diretor responsável pela área de gestão ter afirmado que “era S.S. quem verificava a disponibilidade de recursos em cada carteira para execução da estratégia definida”, mas não ter explicado quem fazia isso antes dele (S.S. declarou que iniciou suas atividades na Corretora em julho de 2010).

24. Para a Acusação, existem diferenças quanto à participação de Antônia na gestão das carteiras ao longo do período investigado. No que se refere ao período de junho a dezembro de 2009, primeiro semestre de vigência dos contratos de administração, não foram fornecidas cópias de e-mails ou gravações de ordens dadas por Antônia, tampouco pela Corretora, que pudessem esclarecer quem, de fato, tomava as decisões de investimento. Dessa forma, a ausência de elementos que corroborem as afirmações dos Acusados, associada à existência dos contratos de administração firmados, faz com que seja presumida a responsabilidade da Corretora pelas decisões de investimento no período.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

25. Já para o período que se inicia em janeiro de 2010, a Acusação traz diversas mensagens de e-mail trocadas entre Antônia (ou seu filho) e Thiago Coutinho com o objetivo de demonstrar que as decisões de investimentos relacionadas às carteiras eram, ao menos no início desse período, tomadas de dentro da UM Investimentos.

26. Não obstante, a Acusação destaca que, em razão do mau desempenho da gestão realizada pela Corretora, Antônia teria gradualmente aumentado a vigilância sobre o seu patrimônio a partir de meados de 2010. Em 14.07.2010, segundo e-mail trocado com Thiago Coutinho, a investidora demonstrou interesse em resgatar o CDB e ao que ele argumentou que seria possível fazer, mas enviou mensagem afirmando que não seria o melhor momento, pois ocasionaria perda significativa (fl. 68). Esses e-mails não deixariam dúvidas quanto à participação ativa da Corretora, ou de seus prepostos, até esse momento, nas tomadas de decisões de investimentos.

27. Pelos mesmos motivos já apresentados, i.e., ausência de provas de que as Investidoras participavam das decisões de investimentos, existência dos contratos de administração firmados e e-mails apresentados pelas Investidoras, a responsabilidade pelas operações realizadas até dezembro de 2010 seria comprovadamente da UM Investimentos.

28. No que se refere ao ano de 2011, a Acusação fez distinções quanto às Investidoras. Em relação à carteira de MARI, apesar de uma atuação majoritária da UM Investimentos, considerou-se que, a partir de janeiro de 2011, a gestão passou a ser compartilhada entre Antônia e a Corretora, haja vista a ingerência da cliente nas decisões de investimentos. Portanto, a responsabilidade da UM Investimentos sobre essa carteira estaria restrita aos anos de 2009 e 2010.

29. Em relação à carteira de Antônia, a UM Investimentos seria responsável pela gestão até 17.11.2011. A Acusação baseia seu entendimento na afirmação de Antônia, contida em sua Reclamação, de que, após 17.11.2011, “voltou a operar sua carteira pessoa física mediante ordens diretas à corretora”. A acusação destacou que, no que tange à carteira de MARI, Antônia relatou que foi informada pela corretora de que “não era possível realizar a rescisão antes de liquidadas as operações que tinham prazo para vencer” (fl. 19).

30. As gravações de ordens relacionadas à carteira de Antônia e fornecidas pela Corretora estendem-se de 17.11.2011 a 03.02.2012. Em gravação realizada no dia 17.11.2011, Antônia perguntou para S.S. em que estava aplicada sua carteira pessoa física e ele respondeu que estava “em uma carteira de ações diversificada que é o que a gente coloca aqui como da gestão (*sic*)”.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

No decorrer da conversa, Antônia questionou em que a carteira estava diversificada e S.S. explicou que “tem ações de AMBEV, tem ações de Banco do Brasil, de Vivo, de TIM, uma carteira diversificada, de Gerdau, tem aí umas doze ações”. Então, ao final da ligação, quando Antônia decidiu quais investimentos queria fazer com o patrimônio dessa carteira e pediu para S.S. executar as ordens, ele disse “então, Antônia, vou cancelar essa carteira como administrada, como que a gente fazendo a gestão, ela vai ficar como se toda vez que você precisar mexer, você me liga, e aí a gente vai mexer nessas ações, está bom? (*sic*)”. E Antônia respondeu: “Está bom” (fls. 1.909/1.910).

31. Essa gravação, assim como diversas ordens dadas por Antônia para sua carteira pessoa física a partir de 17.11.2011, confirmaria que ela passou a operar sua carteira pessoa física a partir da mencionada data.

32. No tocante à excessividade das operações realizadas nas carteiras de Antônia e MARI, foram utilizados dois indicadores notoriamente aplicados para verificar a caracterização de giro excessivo de ativos de uma carteira de investimentos: a taxa de giro da carteira (*turnover ratio*, “TR”) e a razão custo sobre patrimônio (*cost/equity ratio*, “C/E”). Ambos os indicadores foram abordados em estudos elaborados pela BSM (“Estudo BSM”)<sup>8</sup> e pela Assessoria de Análise e Pesquisa da CVM (“Estudo ASA”)<sup>9</sup>.

33. A Acusação calculou os índices de giro de carteira e obteve os resultados abaixo<sup>10</sup>:

**Tabela 1. TR das carteiras das Investidoras**

	2009	2010	2011	2012	Geral
<b>Antônia</b>	117,35	16,47	5,33	7,02	43,12
<b>MARI</b>	82,80	35,48	33,28	19,37	45,80

\*considerando-se o total de compras

<sup>8</sup> Relatório de Análise GAE-01/2011, divulgado em 2011 pela BSM. Disponível em <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/REL-GAE-01-2011-Churning.pdf>.

<sup>9</sup> “Indicadores de Churning”, divulgado em 2013 pela ASA. Disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Estudo\\_Churning.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Estudo_Churning.pdf).

<sup>10</sup> A Acusação calculou o índice de giro de carteira de duas maneiras: somente sobre compras e sobre a média entre compras e vendas. Após verificar que não houve diferença significativa entre os resultados da aplicação dos dois métodos diferentes, o que estaria condizente com uma das conclusões do Estudo ASA, optou pelo primeiro deles.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

34. A Acusação concluiu que em nenhum momento, para nenhuma das carteiras, o valor do giro ficou dentro do esperado, ou seja, abaixo de 2. De outro modo, o giro médio anual, considerando-se todo o período analisado, foi de 43,12, para a carteira de Antônia, e de 45,80, para a de MARI.

35. O patrimônio líquido médio da carteira de MARI no período de julho de 2009 a abril de 2012 era de R\$2.384.881,33. Durante esse período, a carteira da MARI movimentou R\$302.492.674,46, considerando-se apenas as compras. Já a carteira de Antônia tinha, entre julho de 2009 e fevereiro de 2012, patrimônio líquido médio de R\$292.056.05, tendo movimentado R\$32.112.036,79 no período, considerando-se apenas as compras. Na visão da Acusação, os números apresentados sinalizariam que seria bastante improvável que Antônia, dona de uma loja varejista de calçados e confecções, fosse a responsável pelas decisões de investimentos das duas carteiras.

36. Em relação aos índices de giro de carteira, a Acusação destaca os valores de 117,35 e 82,80 para as carteiras de Antônia e MARI, respectivamente, relativos ao segundo semestre de 2009, período anterior às cobranças da investidora. Os mencionados valores seriam demasiadamente altos, considerando-se que valores acima de 8 (oito) vezes já seriam altamente sugestivos de prática de negociação excessiva. Apenas nesse período, o movimento das duas carteiras gerou para a UM Investimentos receitas de corretagem no valor de R\$692.124,74.

37. A partir de 2010, houve declínio acentuado dos volumes negociados para ambas as carteiras. Essa diminuição coincidiria com a cobrança, por parte de Antônia, de explicações sobre o mau desempenho das carteiras em reunião que a investidora diz ter realizado em janeiro de 2010 na UM Investimentos. Outra reunião teria ocorrido no final de 2010, entre Antônia e representantes da Corretora.

38. No que se refere ao índice de custo sobre patrimônio (C/E), que reflete o retorno mínimo necessário para cobrir as despesas de intermediação que incidiram sobre a carteira de investimentos em determinado período, as análises da Acusação levaram em consideração o fato de a investidora ter assumido a gestão dessa carteira em 2011. A Acusação, portanto, restringiu a análise dos índices aos anos de 2009 e 2010 para ambas as carteiras, e considerou apenas os valores dos índices mais benéficos para a Corretora, conforme tabelas abaixo:



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**Tabela 2. Indicadores de negociação excessiva e receitas de corretagem geradas para a UM Investimentos, em 2009 e 2010, da carteira de Antônia**

	<b>TR</b>	<b>C/E</b>	<b>Corretagem</b>
2009	117,35	57,1%	R\$ 127.453,35
2010	16,47	4,4%	R\$ 12.116,68

**Tabela 3. Indicadores de negociação excessiva e receitas de corretagem geradas para a UM Investimentos, em 2009 e 2010, da carteira de MARI**

	<b>TR</b>	<b>C/E</b>	<b>Corretagem</b>
2009	82,80	36,6%	R\$ 564.671,39
2010	35,48	7,6%	R\$ 278.859,05

39. Segundo a Acusação, durante os anos de 2009 e 2010, enquanto não houve uma supervisão rigorosa por parte de Antônia sobre as carteiras, a UM Investimentos incorreu na prática de negociação excessiva, respaldando-se em cláusulas dos contratos de administração que permitiam alavancagem de até dez vezes o patrimônio das carteiras, e gerou para si receita de corretagem no valor total de R\$983.100,47.

40. Afirma que em nome de Antônia foram negociados papéis de 75 empresas diferentes, incluindo fundos de índices, o que movimentou, entre compras e vendas, cerca de R\$64 milhões em todo o período, sendo que cerca de R\$60 milhões foram movimentados somente em 2009 e 2010. O resultado positivo de R\$89.776,74 não foi suficiente sequer para cobrir os gastos com corretagem, no valor de R\$151.488,23.

41. Em nome de MARI foram negociados também papéis de 75 empresas diferentes, incluindo fundos de índices, o que teria movimentado, entre compras e vendas, cerca de R\$698 milhões em todo o período, sendo que R\$609 milhões foram movimentados somente em 2009 e 2010. Essa movimentação elevada gerou prejuízo bruto de R\$1.787.505,01, além dos gastos de negociação que somaram R\$1.719.952,10.





#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

42. A Acusação analisou também os contratos de administração de carteiras mantidos entre as Investidoras e a UM Investimentos. Em linha com a reclamação da investidora, a Acusação conclui que “a exposição a risco permitida no contrato INVISTA ARROJADO não guarda a menor relação com o perfil das reclamantes (Antônia e MARI), reconhecidamente conservador, como o próprio Thiago Manzi Coutinho atestou por escrito no e-mail de 24/06/2009” (fl. 14).

43. Diante de todos esses fatos, a Acusação conclui que Claudio Lozer e Thiago Coutinho teriam se beneficiado da negociação excessiva, pois recebiam remuneração baseada em percentual da corretagem paga pelos clientes, que aumentava conforme os volumes negociados. Já Fernando Opitz, diretor responsável pela área de administração de carteiras da Corretora, teria permitido, conscientemente, que os agentes autônomos de investimento atuassem livremente sobre as carteiras, cuja gestão lhe competia, e realizassem negócios em nome das Investidoras de maneira claramente excessiva, em atuação flagrantemente contrária ao melhor interesse delas.

44. A Acusação concluiu que Cláudio Lozer, Thiago Coutinho e a própria UM Investimentos, com a imprescindível conivência do diretor Fernando Opitz, dissimularam sua real intenção de obter vantagem patrimonial indevida por meio de uma aparente estratégia de investimento. Essa estratégia seria apenas ilusória, visto que as operações realizadas em nome das Investidoras não seguiam qualquer racionalidade econômica, sendo feitas com o único propósito de gerar receita de corretagem.

45. A Acusação propôs a responsabilização dos Acusados por prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração à Instrução CVM nº 08/1979<sup>11</sup>.

### **III.2. EXERCÍCIO IRREGULAR DA ATIVIDADE DE ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRA DE VALORES MOBILIÁRIOS**

46. A Acusação apontou também outras irregularidades referentes ao exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários por agentes autônomos de

---

<sup>11</sup> I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: *Omissis* c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardid ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

investimento.

47. Instada a se manifestar, a UM Investimentos declarou que Thiago Coutinho e Claudio Lozer eram agentes autônomos de investimento a ela vinculados e que S.S. era seu funcionário e atuava na área de gestão. Informou que Cláudio Lozer atendeu as Investidoras de 06.06.2009 a 13.01.2010, e Thiago Coutinho, de 14.01.2010 a 02.01.2011 (fls. 1.534/1.538).

48. A análise dos contratos firmados entre a UM Investimentos e os agentes autônomos de investimento (ou suas empresas) mostrou que Cláudio Lozer trabalhou como AAI vinculado à Corretora de 02.07.2007 até 29.02.2012 (fls. 1.539/1.552)<sup>12</sup>. Por sua vez, Thiago Coutinho foi AAI vinculado à Corretora entre 14.10.2009 e 01.06.2011 (fls. 1.651/1.670)<sup>13</sup>.

49. Em depoimento, Cláudio Lozer confirmou que entre 2009 e 2012 foi AAI na UM Investimentos e que a partir de 2009 passou a trabalhar no escritório da Corretora em São Paulo. Afirma ter conhecido Antônia por meio de Thiago Coutinho, e que fez operações em nome de Antônia e MARI até janeiro de 2010, pois Thiago Coutinho tinha medo de operar. Alegou que enviava relatórios de análise de diversas instituições financeiras, que a cliente pedia orientação e ele apenas fazia sugestões, porém a decisão de investimento final era sempre dela (fls. 1.849/1.850).

50. Por sua vez, Thiago Coutinho declarou que o responsável pela tomada de decisões de investimento relacionado às carteiras de MARI e de Antônia, entre 2009 e 2012, “era a área de gestão”, mas que não sabia quem era o responsável. Afirmou também que não tinha nenhuma participação nessas decisões e não elaborava as estratégias relacionadas a essas carteiras (fls. 1.843/1.844).

51. Em relação a Thiago Coutinho, a Acusação aponta trechos de e-mails trocados com Antônia nos quais haveria evidências de que as decisões eram tomadas por ele. Sobre esses e-mails, o Acusado afirmou que “todos esses e-mails eram a mesma coisa, recebia as mensagens da área de gestão e repassava para a investidora; que apenas apagava as referências à equipe de gestão e então enviava o e-mail em seu próprio nome”. Acrescentou também que não sabia quem

---

<sup>12</sup> Segundo dado do Cadastro da CVM, Claudio Lozer encontra-se apto para exercer a atividade de agente autônomo de investimento desde 14.02.05 (fls. 1.693/1.694).

<sup>13</sup> Segundo registros da CVM, Thiago Coutinho esteve apto para exercer a atividade de agente autônomo de investimento entre 06.10.09 e 30.09.13 (fls. 1.691/1.692).





**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

enviava essas mensagens, pois recebia de um e-mail geral da área de gestão, do tipo “gestao@eum.com” (fls. 1.844/1.845).

52. Sobre o assunto, Fernando Opitz declarou que “ao que sabe, não havia essa comunicação entre a área de gestão e os agentes autônomos de investimento; que pode afirmar que esse e-mail não saiu de seu computador”. Ao ser questionado sobre qual era o e-mail institucional da equipe de gestão e quem era o responsável pelo uso dessa conta de e-mail, o Diretor respondeu que não sabia (fl. 1.830).

53. Para a Acusação, os próprios agentes autônomos de investimento entraram em contradição quando questionados sobre quem era o responsável pelas decisões de investimentos relacionadas às carteiras, uma vez que Cláudio Lozer afirmou que era Antônia, apesar de não apresentar qualquer elemento de prova, e Thiago Coutinho disse que era a “área de gestão”. Ainda, nenhum dos acusados soube explicar exatamente como era composta a “área de gestão” da UM Investimentos à época. Nesse sentido, seria esperado que, em seus depoimentos, os agentes confirmassem que as decisões eram tomadas pela área de gestão da Corretora. Entretanto, Cláudio Lozer declarou que era Antônia quem dava todas as ordens para a Corretora e que ele somente fazia sugestões.

54. Para a Acusação, levando em conta a ausência de indícios que apontem para a participação da investidora no período que foi atendida por Claudio Lozer, associada à baixa probabilidade de Antônia, proprietária de uma loja varejista de calçados e confecções, ter dado todas as ordens das 7.361 transações de compra e venda de valores mobiliários, realizadas somente no período no qual foi atendida por esse acusado, ou seja, até 13.01.2010, as declarações dele, que excluem a participação da área de gestão da UM Investimentos nas decisões de investimento das carteiras, revelam que era ele quem fazia as operações e, portanto, administrava irregularmente as carteiras de MARI e de Antônia.

55. Em relação ao período compreendido entre 14.01.2010 e 02.01.2011, a Acusação afirma que o agente autônomo de investimento Thiago Coutinho administrou irregularmente as carteiras de MARI e Antônia, pois apesar de ele ter atribuído a responsabilidade pela atividade à área de gestão da Corretora, os diversos e-mails enviados por ele para Antônia evidenciam sua participação nas decisões dos negócios. O argumento apresentado por ele de que “recebia as mensagens da área de gestão e repassava para a investidora” careceria de evidências.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**IV. DEFESAS**

56. Em 07.08.2015, Claudio Lozer apresentou defesa (fls. 2.049/2.089) alegando que obteve cadastro de agente autônomo de investimento junto à CVM em 2005, atuando perante a UM Investimentos entre 2007 e 2012.

57. Afirma que nunca tomou nenhuma decisão para os clientes por ele atendidos e que sua remuneração foi estabelecida pela Corretora, e não a seu pedido. Alega que simplesmente inseria as ordens no sistema e que fez um acordo com Thiago Coutinho, pelo qual recebia um percentual da corretagem, pois precisava estar sempre à disposição. Alega que recebia corretagem através de sua empresa, pois Thiago Coutinho ainda não possuía uma pessoa jurídica devidamente regularizada, e que após recolher os impostos, encaminhava parte da remuneração para ele.

58. Alega não ter tido participação no cadastro das Investidoras, bem como na pactuação de alavancagem, corretagem e demais detalhes, que foram realizados por Thiago Coutinho. Afirma que Antônia é que determinava quais operações deveriam ser feitas e que quase nunca falava com as Clientes, somente quando Thiago Coutinho não estava disponível. Nesse sentido, aponta que as Investidoras recebiam as notas de corretagem enviadas pela Corretora, bem como e-mails de confirmação de ordens e as correspondências enviadas pela bolsa de valores. Apesar de elas atribuírem um prejuízo de R\$900 mil ao Acusado e alegarem que foram induzidas a erro, continuaram a realizar operações, inclusive nos mercados a termo e de opções.

59. Aduz, ademais, que não haveria impedimento para que um cliente que celebre contrato com a corretora para que ela administre sua carteira venha depois a operar por conta própria, “já que a carteira administrada será somente um produto oferecido aos clientes”.

60. Entende que o perfil das Investidoras não era conservador, uma vez que as operações feitas depois de 2010 não se enquadrariam nesse perfil.

61. Contesta a afirmação da Acusação de que seria pouco provável que as Investidoras possam ter efetuado 7.361 negócios, pois ordens grandes podem ser subdivididas em várias ordens menores, a exemplo do que teria ocorrido em 03.07.2007, quando MARI realizou 26 negócios com apenas dois papéis.

62. Conclui afirmando que atuou apenas como agente autônomo de investimento, que inseria as ordens das Investidoras no sistema que operava e recebia por isso, sendo que esta tarefa deveria ser de Thiago Coutinho; que nunca disse que investimentos em bolsa de valores não



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

tinham riscos, estando essa informação clara no cadastro que os clientes preenchem; que a Corretora denominava os agentes autônomos de investimento como “gerentes de carteira” e que foi apresentado às Investidoras como AAI, e não como gestor, ao contrário do que a Acusação sugere.

63. Em 09.10.2015, Thiago Coutinho apresentou defesa (fls. 2.090/2.109) alegando que se tornou empregado da Corretora em 23.03.2009, quando começou a exercer o cargo de gerente de investimentos, e a partir de 14.10.2009 o vínculo foi alterado, deixando de ser empregado e passando a atuar como AAI perante a UM Investimentos, contrato este que se encerrou em 01.06.2011 por meio de acordo escrito e sem ressalvas por parte da Corretora em relação à sua atuação.

64. Alega que, no início, sua atividade se restringia à esfera comercial, jamais se envolvendo com a prática operacional das Investidoras, até porque não tinha experiência nessa área. O atendimento mais constante teria ocorrido no ano de 2010, quando intermediou em alguns momentos a troca de informações entre elas e a área de gestão da Corretora. Até o final de 2009, quem o fazia era Claudio Lozer, que deixou de atendê-las no início de 2010, quando Thiago Coutinho voltou de férias.

65. Nos poucos e-mails enviados às Investidoras, sempre teria consultado a área de gestão da Corretora previamente, que enviava as mensagens a ele, e, em seguida, as encaminhava às Investidoras, retirando os trechos que identificavam a área de gestão. Essa retirada seria feita no intuito de personalizar os e-mails encaminhados às Clientes e deixar claro que era ele quem atendia as Clientes na prestação das informações, mas a pessoa responsável por gerir as carteiras das Investidoras seria Fernando Opitz, conforme resposta da Corretora a questionamento da CVM. Os depoimentos de diferentes pessoas seriam todos no sentido de ausência de sua participação na gestão das carteiras, sendo inclusive mencionado no depoimento de Claudio Lozer que Thiago Coutinho tinha “medo de operar”, o que seria incompatível com a atividade de gestão de carteiras.

66. Ainda segundo Thiago Coutinho, nenhum dos requisitos que configurariam a atividade de administração de carteira de valores mobiliários sem o devido registro junto à CVM foram demonstrados pela Acusação e, conseqüentemente, não deve prevalecer a acusação de prática de operação fraudulenta.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

67. Afirma que a investigação foi falha, pois não diligenciou no sentido da completa apuração dos fatos, uma vez que deixou de solicitar a identificação de todos os responsáveis pelos registros das ordens executadas em nome das Investidoras e interrogá-los para saber quem eram os seus transmissores, o que tornaria clara a inexistência do seu vínculo com a estruturação das operações executadas em nome das Investidoras.

68. Em 13.10.2015, UM Investimentos e Fernando Opitz apresentaram defesa conjunta (fls. 2.110/2.139).

69. Alegam que a Acusação violou o princípio da tipicidade ao imputar a prática de negociação excessiva com base na infração prevista como operação fraudulenta na Instrução CVM nº 08/1979, e não na previsto no artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999<sup>14</sup>, o que impediria a aplicação de penalidade pela Autarquia.

70. Negam que teriam induzido as Investidoras em erro e se aproveitado da confiança por elas depositada para girar excessivamente as carteiras à revelia dessas Investidoras sob aparentes estratégias de investimento, pois elas tinham plena e inequívoca ciência de todas as operações realizadas em suas carteiras. Apontam que as Investidoras tinham acesso ao sistema de *home broker*, recebiam as notas de corretagem enviadas pela Corretora logo após a conclusão de cada operação, os extratos de conta corrente enviados pela Corretora mensalmente, os avisos de negociação de ativos e extratos de custódia enviados mensalmente pela BM&FBOVESPA.

71. Além disso, afirmam que as operações realizadas tiveram a participação ativa dessas Investidoras, que discutiam as estratégias de investimentos e autorizavam as operações à Corretora. Nesse sentido, elas mantiveram diversas reuniões para discutir e definir as estratégias de investimento, bem como para acompanhar os resultados das operações.

72. Além das reuniões presenciais, as Investidoras mantiveram intensa correspondência eletrônica com a Corretora, não apenas para acompanhar a gestão das carteiras, mas também para solicitar a realização de operações. Nesse sentido, destacam mensagens de e-mail de 23.03.2011, 01.04.2011, 06.04.2011.

73. Ademais, afirmam que se as operações realizadas em nome das Investidoras tivessem ocorrido à revelia e em contrariedade aos interesses das mesmas, seria natural que elas não

---

<sup>14</sup> Art. 16. É vedado ao administrador de carteira: (...) VI - promover negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra, com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros;



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

tivessem mantido as carteiras sob a administração da Corretora pelo período de dois anos e tivessem se insurgido contra as operações.

74. Alegam que não houve prática de *churning*, pois todas as operações realizadas obedeceram aos parâmetros definidos nos contratos de administração de carteira celebrados, o que teria sido verificado pela SMI/GME em relação ao limite máximo de alavancagem.

75. Afirmam que os contratos previam a possibilidade de alavancagem de até dez vezes o patrimônio das carteiras, logo, eram contratos de risco, sendo certo que as Investidoras optaram livremente por esse perfil. Em consequência desse nível de alavancagem, é natural que as operações tenham apresentado volume financeiro significativo e maior do aquele esperado para perfil mais conservador e sem alavancagem.

76. Os volumes de corretagem significativos não podem conduzir ao entendimento de que houve prática de negociação excessiva, pois os valores cobrados foram lícitos, tendo respaldo em operações ordenadas pelas Investidoras, compatíveis com a alavancagem prevista nos contratos de administração e eram do pleno conhecimento delas.

77. Alegam que a Corretora, por mera liberalidade, teria concedido desconto sobre a corretagem às Investidoras, nos seguintes valores: para MARI, de 66,19% em 2009 e 2010, e para Antônia, de 55,63% em 2009 e 2010, e de 36,62% em 2011. Não haveria sentido em conceder desconto de corretagem às Investidoras se o objetivo fosse gerar receita de corretagem a partir de negócios excessivos. Ainda, não haveria sentido em conceder desconto para MARI após 2010, período em que já havia cessado a administração de carteira por parte da Corretora.

78. UM Investimentos e Fernando Opitz requereram expedição de ofício à BM&FBOVESPA para apresentação de cópia dos avisos de negociação e extratos mensais de custódia enviados às Investidoras, bem como de comprovante de envio às Investidoras de acesso ao Canal Eletrônico do Investidor, com a finalidade de provar que elas tinham plena ciência das operações realizadas no período em questão.

## **V. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO**

79. Thiago Coutinho, juntamente com suas razões de defesa, propôs a celebração de Termo de Compromisso, comprometendo-se a pagar à CVM o valor de R\$35.000,00 (trinta e cinco mil





#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

reais) e a não exercer a atividade de agente autônomo de investimento pelo período de 5 (cinco) anos.

80. Ao analisar os aspectos legais da proposta, a PFE concluiu pela existência de óbice legal, tendo em vista o não atendimento ao requisito do inciso II do §5º do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, que exige a correção das irregularidades apontadas com a indenização dos prejuízos.

81. O Colegiado, em 03.05.2016, acompanhando o entendimento do Comitê de Termo de Compromisso, deliberou, por unanimidade, pela rejeição da proposta de Termo de Compromisso apresentada<sup>15</sup>.

#### **VI. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO**

82. Em 24.11.2015, esse processo foi originalmente distribuído para o então Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, cujo mandato se encerrou em 31.12.2016. Por tal motivo, em 04.01.2017, o processo foi redistribuído para o Diretor Pablo Waldemar Renteria. Em reunião do Colegiado ocorrido no dia 14.07.2017, o presente processo foi novamente redistribuído e foi designado seu Relator<sup>16</sup>.

#### **VII. PEDIDO DE PRODUÇÃO DE PROVAS**

83. Em despacho de 08.11.2017, deferi parcialmente o pedido de produção de provas realizado por UM Investimentos e Fernando Opitz. Em cumprimento a essa decisão, foram solicitadas informações à B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) a respeito do envio, às Investidoras, das correspondências que encaminharam avisos de negociação de ativos e os extratos mensais de custódia, bem como confirmação sobre eventual acesso ao Canal Eletrônico do Investidor<sup>17</sup>.

84. Os acusados foram regularmente intimados a se manifestarem sobre a resposta da B3<sup>18</sup>. Thiago Coutinho afirma que as informações prestadas comprovam que as Investidoras recebiam,

---

<sup>15</sup> Fls. 2.140/2.145, 2.150/2.151.

<sup>16</sup> Fls. 2.149, 2.158 e 2.169.

<sup>17</sup> Fls. 2.170/2.185.

<sup>18</sup> Fls. 2.178/2.187.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

de forma efetiva e tempestiva, todos os informativos sobre movimentação em suas contas, o que afastaria qualquer possibilidade de indução ou manutenção delas em erro (fls. 2.199/2.201).

### **VIII. REDEFINIÇÃO JURÍDICA DAS FATOS**

85. Na reunião do Colegiado de 13.03.2018, propus nova definição jurídica dos fatos, no sentido de que (i) fosse substituída a acusação de infração ao item I, na forma da letra “c” do item II, da Instrução CVM nº 08/1979, por infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999 para todos os acusados; e (ii) Fernando Opitz e UM Investimentos S.A. CTVM fossem também acusados de infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/199, por terem concorrido para a prática do ilícito de administração irregular de carteira<sup>19</sup>.

86. O Colegiado, por unanimidade, aprovou a proposta de recapitulação da infração nos termos do despacho apresentado. Dessa forma, a Acusação passou a conter as seguintes imputações:

- i. Cláudio Roberto Lozer e Thiago Manzi Coutinho:
  - a) por promoverem negociações com os valores mobiliários das carteiras que administram com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999; e
  - b) pelo exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 06.06.2009 e 13.01.2010, para o primeiro, e entre 14.01.2010 e 02.01.2011, para o segundo, em infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999.
- ii. UM Investimentos S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários e Fernando Opitz:
  - a) por concorrerem para a promoção de negociações com os valores mobiliários das carteiras que administram com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999; e
  - b) por concorrerem para o exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 06.06.2009 e 02.01.2011, em infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999.

---

<sup>19</sup> Fls. 2.203/2.216.





**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**IX. ADITAMENTO DAS DEFESAS**

87. Regularmente intimadas, as defesas se manifestaram sobre a redefinição jurídica dos fatos (fls. 2.236/2.274).

88. Todos os acusados reiteraram suas alegações anteriores.

89. Fernando Opitz e UM Investimentos adicionaram que a suposta violação ao artigo 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999 estaria fulminada pela prescrição, pois a redefinição jurídica dos fatos ocorrida em 2018 trouxe essa nova acusação após o decurso do prazo de 5 (cinco) anos da ocorrência dos fatos (artigo 1º da Lei nº 9.873/1999).

90. Ainda em relação à imputação de concorrerem para o exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, os acusados alegam que a substituição da qualificação jurídica dos fatos foi ilegal, pois não houve correção do tipo, mas inclusão de nova acusação contra pessoas que não eram antes acusadas por tal conduta. Além disso, a inclusão de nova acusação atribuiria ao mesmo órgão da CVM o papel de acusador e julgador.

91. No mérito, alegam que as decisões de investimento eram realizadas por comitê de gestão, exceto nos casos em que as Investidoras, por iniciativa própria, enviavam ordens diretas à Corretora. Ainda que se entenda que restou comprovada a administração irregular de carteira, não haveria provas de que os acusados agiram com intenção de que a referida infração fosse cometida, i.e., de que transferiram a terceiros inabilitados o exercício da mencionada atividade regulamentada.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 18 de setembro de 2018

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 22/2013**

Reg. Col. nº 9952/2015

**Acusados:** Claudio Roberto Lozer  
Thiago Manzi Coutinho  
Fernando Optiz  
UM Investimentos S.A. CTVM

**Assunto:** Apuração de eventual atuação irregular de agentes autônomos de investimento vinculados à UM Investimentos S.A. CTVM na administração de carteiras de valores mobiliários entre junho de 2009 e março de 2012

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

**VOTO**

**I. OBJETO**

1. Neste processo julgamos a responsabilidade de Fernando Optiz<sup>1</sup>, UM Investimentos, Claudio Lozer e Thiago Coutinho por supostas irregularidades na administração de carteira de valores mobiliários de duas Investidoras nos anos de 2009 e 2010.
2. Claudio Lozer e Thiago Coutinho são acusados (i) pelo exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 06.06.2009 e 13.01.2010, para o primeiro, e entre 14.01.2010 e 02.01.2011, para o segundo, em infração ao

---

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



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

artigo 23 da Lei nº 6.385/1976<sup>2</sup> c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999<sup>3</sup>; e (ii) por promoverem negociações com os valores mobiliários das carteiras que administram com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999<sup>4</sup>.

3. Por sua vez, UM Investimentos e Fernando Opitz, na qualidade de diretor da Corretora responsável pela atividade de administração de carteira de valores mobiliários, são acusados de concorrerem para as duas infrações acima mencionadas.

4. Analisarei primeiro as preliminares suscitadas pelas defesas para, em seguida, apreciar as imputações referentes aos agentes autônomos e, ao fim, as imputações referentes a Fernando Opitz e Um Investimentos.

## II. PRELIMINARES

5. Fernando Opitz e UM Investimentos suscitaram duas questões preliminares. Em primeiro lugar, argumentam que a imputação de concorrerem para o exercício irregular da atividade regulamentada não constava na peça acusatória, inaugurando-se nova imputação por ato do órgão julgador, qual seja, a decisão tomada em 13.03.2018 de dar nova definição jurídica aos fatos trazidos pela acusação.

6. De plano, ressalto ser dever do Colegiado da CVM, enquanto órgão hierarquicamente superior, rever, de ofício ou a pedido do interessado, os atos administrativos praticados pelas Superintendências que não se coadunem com as normas aplicáveis. Trata-se de manifestação do princípio da hierarquia, bem como do princípio da autotutela administrativa, que impõe à

---

<sup>2</sup> Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão. § 1º - O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente. § 2º - Compete à Comissão estabelecer as normas a serem observadas pelos administradores na gestão de carteiras e sua remuneração, observado o disposto no Art. 8º inciso IV.

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

<sup>4</sup> Art. 16. É vedado ao administrador de carteira: *omissis* VI - promover negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra, com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Administração Pública o múnus de exercer o controle administrativo sobre sua própria atuação. Nos dizeres de José dos Santos Carvalho Filho<sup>5</sup>:

“A Administração Pública comete equívocos no exercício de sua atividade, o que não é nem um pouco estranhável em vista das múltiplas tarefas a seu cargo. Defrontando-se com esses erros, no entanto, pode ela mesma revê-los para restaurar a situação de regularidade. Não se trata apenas de uma faculdade, mas também de um dever, pois que não se pode admitir que, diante de situações irregulares, permaneça inerte e desinteressada. Na verdade, só restaurando a situação de regularidade é que a Administração observa o princípio da legalidade, do qual a autotutela é um dos mais importantes corolários.

Não precisa, portanto, a Administração ser provocada para o fim de rever seus atos. Pode fazê-lo de ofício. Aliás, não lhe compete apenas sanar as irregularidades; é necessário que também as previna, evitando-se reflexos prejudiciais aos administrados ou ao próprio Estado.”

7. No contexto específico de processos administrativos sancionadores em que a retificação da qualificação jurídica de fatos tidos como irregulares pela acusação se mostra necessária, os artigos 25 e 26 da Deliberação CVM nº 538/2008 determinam o seguinte:

Art. 25. O Colegiado poderá dar ao fato definição jurídica diversa da que constar da peça acusatória, ainda que em decorrência de prova nela não mencionada, mas existente nos autos, devendo indicar os acusados afetados pela nova definição jurídica e determinar a intimação de tais acusados para aditamento de suas defesas, no prazo de 30 (trinta) dias a contar do recebimento da intimação, facultada a produção de novas provas, observado o disposto na Seção III.

Art. 26. Na hipótese do art. 25, todos os acusados indicados pelo Colegiado serão intimados, devendo a intimação ser acompanhada exclusivamente da ata contendo a decisão do Colegiado.

8. Em meu despacho datado de 13.03.2018<sup>6</sup>, no qual propus ao Colegiado a nova definição jurídica dos fatos trazidos pela acusação, expus de maneira detalhada que a proposta se baseava tão somente na narrativa acusatória – dado que o exame do mérito somente é cabível no momento do julgamento. Naquela oportunidade, pontuei, em síntese, que a qualificação original (infração à Instrução CVM nº 08/1979) deveria ser retificada, entre outros motivos, por força da especialidade da infração prevista no artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999. Nesse ponto,

---

<sup>5</sup> CARVALHO FILHO, José dos Santos. *Manual de Direito Administrativo*. 17 ed. Rio de Janeiro: Editora Lumen Júris, 2007, p. 27.

<sup>6</sup> Fls. 2.203/2.214. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2018/20180313/9952-15\\_VotoDGG.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2018/20180313/9952-15_VotoDGG.pdf).



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

chamei atenção para o fato de que a prática de *churning* é, por essência, fraudulenta, independentemente de sua capitulação.

9. Adicionalmente, ressaltei que, segundo a Acusação, a Corretora teria delegado a terceiros inabilitados a atividade que lhe competia e permitido, “conscientemente, que os agentes autônomos atuassem livremente sobre as carteiras”. Essa conduta foi considerada pela Acusação como um dos artifícios empregados para manter as investidoras em erro, permitindo aos acusados a obtenção de vantagem indevida. No entanto, esse entendimento se mostrou equivocado, uma vez que não há que se falar em absorção da infração de administração irregular de carteira pela infração de fraude, algo que ficou ainda mais visível com a retificação que afastou a previsão contida na Instrução CVM nº 08/1979 pela previsão do artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999.

10. Como se percebe, a modificação realizada configurou o que se denomina de *emendatio libelli*, i.e., a situação prevista no artigo 383 do CPP, segundo a qual “[o] juiz, sem modificar a descrição do fato contida na denúncia ou queixa, poderá atribuir-lhe definição jurídica diversa, ainda que, em consequência, tenha de aplicar pena mais grave”. Em outras palavras, não houve o surgimento de nova imputação, como quer fazer crer a defesa, mas tão somente a separação em imputação autônoma de uma das condutas que foi inicialmente considerada como absorvida.

11. Vale ressaltar que foi assegurada aos acusados, antes do julgamento, oportunidade para nova manifestação, em homenagem às garantias do contraditório e da ampla defesa. Essa oportunidade, que a Autarquia se obrigou a garantir aos acusados por meio das normas supracitadas, não é exigida pela lei em outros tipos de processos administrativos punitivos<sup>7</sup> e nem mesmo no processo penal<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Recurso em Mandado de Segurança. 2. Anulação de processo administrativo disciplinar e reintegração ao serviço público. Alteração da capitulação legal. Cerceamento de defesa. (...) 5. Entendimento pacificado no STF no sentido de que o indiciado defende-se dos fatos descritos na peça acusatória e não de sua capitulação legal. Jurisprudência. 6. Princípios do contraditório e da ampla defesa observados na espécie. Ausência de mácula no processo administrativo disciplinar. 7. Recurso a que se nega provimento. (RMS 24.536/DF, Rel. Min. Gilmar Mendes, Segunda Turma, DJ 05.03.2004).

No mesmo sentido, RMS 32.495, Rel. Min. Cármen Lúcia, Segunda Turma, DJe 01.08.2014 e REsp 617.103/PR, Rel. Min. Paulo Medina, DJ 22.05.2006.

<sup>8</sup> AGRAVO REGIMENTAL NO HABEAS CORPUS. SUPERVENIÊNCIA DE SENTENÇA CONDENATÓRIA. ESVAZIAMENTO DA ALEGAÇÃO DE NULIDADE DA SENTENÇA DE PRONÚNCIA POR EXCESSO DE LINGUAGEM. ANÁLISE VERTICAL E EXAURIENTE. OMISSÃO NA PEÇA ACUSATÓRIA.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

12. Afasto, portanto, a preliminar de nulidade.
13. A segunda preliminar suscitada é a de que a suposta irregularidade referente ao concurso para a administração irregular de carteiras de valores mobiliários estaria fulminada pela prescrição, pois a nova capitulação jurídica dos fatos inaugurou essa imputação somente em 2018, quando já transcorridos 5 (cinco) anos da ocorrência dos fatos (artigo 1º da Lei nº 9.873/1999).
14. A meu ver, esse argumento tampouco merece prosperar. Afinal de contas, após o término das práticas consideradas como irregulares pela acusação no dia 02.01.2011, foram praticados diferentes atos inequívocos de apuração dos fatos por essa Autarquia. Entre eles, destaco a instauração de inquérito administrativo em 06.11.2013, baseada em proposta da SIN de 23.09.2013 que apontou, entre outros, indícios de que a UM Investimentos teria “delegado atividade privativa de administradores de carteiras de valores mobiliários a terceiros” (fls. 1/6); o envio do Ofício/CVM/SPS/GPS-3/Nº 11/2014, que solicitou a identificação dos agentes autônomos de investimento que atendiam as Investidoras e os respectivos períodos de investimento (fls. 1.735/1.736); e a oitiva de Fernando Opitz em 16.06.2014, que abarcou esclarecimentos sobre “quem era o responsável e como era o processo de tomada de decisões de investimentos relacionado às carteiras de MARI e de Antonia, entre 2009 e 2012”, entre outros (fls. 1.827/1.831).
15. Dessa forma, entendo que a prescrição ordinária foi interrompida por força do inciso II do artigo 2º da Lei nº 9.873/1999 antes de ultimado o prazo quinquenal.
16. Da mesma maneira, ainda que se acolhesse o argumento da defesa de que houve nova imputação, a intimação para aditamento das defesas em maio de 2018 se mostrou tempestiva e

---

CONFIGURADA A EMENDATIO LIBELLI. DESNECESSIDADE DE INTIMAÇÃO DA DEFESA. RÉU SE DEFENDE DOS FATOS E NÃO DA CAPITULAÇÃO JURÍDICA. PROVA EMPRESTADA. LEGALIDADE. CONTRADITÓRIO E AMPLA DEFESA PRESERVADOS. (...) 4. É princípio comezinho do direito penal e processual penal que o réu se defende dos fatos narrados na inicial, e não da capitulação jurídica a eles atribuída pela acusação. 5. Contrariamente ao alegado pelo agravante, e já estatuído nas instâncias ordinárias, a questão atrai a normatividade do artigo 383 (emendatio libelli) e não do artigo 384 (mutatio libelli) do Código de Processo Penal, razão pela qual mostra-se despicienda a abertura de prazo para a manifestação da defesa, tendo em conta que o réu se defende dos fatos narrados na incoativa, e não da capitulação jurídica ofertada pelo Parquet. (...) 7. Agravo regimental desprovido. (AgRg no HC 289.078/PB, Rel. Ministro ANTONIO SALDANHA PALHEIRO, Sexta Turma, DJe 15.02.2017)





**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

teve o condão de interromper a prescrição novamente, com fulcro no inciso I do mencionado artigo.

17. Ante todo o exposto, afasto a preliminar de prescrição e passo a apreciar o mérito.

**III. ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRAS DE VALORES MOBILIÁRIOS POR PESSOAS NÃO AUTORIZADAS**

18. O exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários está sujeito à autorização prévia da CVM, conforme determinam o artigo 23, *caput*, da Lei nº 6.385/1976 e o artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999 (vigente à época dos fatos<sup>9</sup>). A mencionada autorização jamais foi concedida aos acusados Claudio Lozer e Thiago Coutinho.

19. A atividade é definida no artigo 2º da Instrução CVM nº 306/1999 e no §1º do artigo 23 da Lei nº 6.385/76 como a “gestão profissional de recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente”.

20. Segundo o entendimento da CVM, consubstanciado em diversos precedentes, a atividade se caracteriza quando presentes quatro elementos: (i) a gestão, assim entendida como a liberdade para estabelecer uma estratégia de investimento e, dentro dela, executar os passos necessários para sua efetivação, comunicando-os ao cliente posteriormente; (ii) realizada em caráter profissional, como aquela que se faz por ofício, por profissão e não por simples laço de amizade ou parentesco, tendo caráter contratual, remuneratório e continuado; (iii) a entrega de recursos ao administrador para que este os administre; e (iv) a autorização, expressa ou tácita, para a compra ou venda de títulos e valores mobiliários por conta do investidor<sup>10</sup>.

21. De acordo com a Acusação, Claudio Lozer teria exercido a mencionada atividade, sem prévia autorização da CVM, no período compreendido entre 06.06.2009 e 13.01.2010 em relação às carteiras de investimento de Antônia e MARI. Por sua vez, Thiago Coutinho teria praticado a

---

<sup>9</sup> A Instrução CVM nº 306/1999 foi revogada pela Instrução CVM nº 558, de 26.03.2015.

<sup>10</sup> E.g. PAS CVM nº RJ 2006/4778, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 17.10.2006; PAS CVM nº RJ 2008/10181, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 31.3.2009; PAS CVM nº RJ 2011/940, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 10.07.2012; PAS CVM nº RJ2014/8297, Dir. Rel. Pablo Waldemar Renteria, j. em 08.09.2015; PAS CVM nº SP2012/480, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 06.10.2015.





#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

mesma infração, também em relação às Investidoras, em período subsequente – 14.01.2010 a 02.01.2011.

22. A divisão cronológica proposta pela Acusação se baseia em registros da Corretora e depoimentos que comprovam a mudança de profissional responsável pelo atendimento das Investidoras. Além disso, a modificação seria decorrente de relevante prejuízo durante a administração realizada no primeiro período: Antônia teria exigido explicações e solicitado a transferência de seus recursos para outra instituição, mas foi convencida a mantê-los junto à UM Investimentos sob a promessa que a gestão seria melhor realizada por outro profissional e que o prejuízo seria recuperado.

#### III.1. CLAUDIO LOZER

23. No que se refere à atuação de Claudio Lozer, é incontroverso que o acusado figurou como responsável pelo atendimento das Investidoras no período mencionado (essencialmente o segundo semestre de 2009)<sup>11</sup>, durante o qual foi responsável por realizar operações em nome das Investidoras.

24. Apesar dos contratos de administração de carteira, Claudio Lozer alega, como tese principal de sua defesa, que os comandos de compras e vendas partiam de Antônia, por telefone ou e-mail, o que, conseqüentemente, afastaria o elemento “gestão” supramencionado. Alegações semelhantes foram realizadas por Fernando Opitz.

25. A meu ver, a formalização de contratos de administração de carteira entre as Investidoras e a Corretora faz presumir que não era Antônia a responsável pelas ordens de compras e vendas, uma vez que não é da regra de experiência comum transferir, por meio de contrato escrito, a gestão de parte de seu próprio patrimônio a uma instituição financeira especializada e, ainda assim, manter-se à frente dos negócios. Nesse sentido, noto que esse alegado arranjo contrariaria, inclusive, o teor dos instrumentos firmados<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> De acordo com informação prestada pela Corretora, com as notas de corretagem do período e com as declarações do próprio acusado, Claudio Lozer atuou no período mencionado por meio da DUARTE & LOZER AGENTES AUTONOMOS DE INVESTIMENTOS LTDA com o código de assessor 761. Fls. 200/428, 1.056/1.152, 1.738 e 1.849.

<sup>12</sup> Especificamente, a cláusula primeira e cláusula quarta previam, entre as atribuições da Corretora, a gestão da carteira de investimentos.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

26. Ademais, nenhum dos acusados apresentou qualquer elemento de prova que autorizasse conclusão diversa. Não há gravações de conversas por telefone referentes a 2009 e as poucas mensagens eletrônicas do mencionado ano não contêm ordens de negociação emitidas por Antônia.

27. Diante desse quadro, não parece verossímil que instituição financeira que realiza gestão de recursos de terceiros – habituada, portanto, a documentar suas atividades para fins de prestação de contas e de observância regulatória – se mostre incapaz de apresentar cópias das alegadas mensagens eletrônicas ou gravações de conversas telefônicas que comprovem o contrário do que foi pactuado por escrito, principalmente quando a Corretora era responsável, para todos os efeitos, por decidir e executar operações em nome de seus clientes.

28. Ao contrário, existem elementos nos autos corroborando a tese da Acusação. Nesse sentido, destaco declarações de Antônia e do próprio acusado de que houve uma reunião que contou com a participação de Thiago Coutinho no escritório da cliente, pois ela queria transferir ativos que possuía junto a um banco. Além disso, Claudio Lozer declarou que enviava relatórios de diversas instituições financeiras e mantinha contatos frequentes com a cliente.

29. Ante o exposto, entendo que o conjunto de indícios trazidos pela Acusação, todos fortes e convergentes, são suficientes para concluir que Claudio Lozer exerceu de fato a administração de carteiras de MARI e de Antônia no período mencionado, em infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999.

### **III.2. THIAGO COUTINHO**

30. Da mesma forma, parece-me claro que Thiago Coutinho figurou como responsável pelo atendimento das Investidoras entre 14.01.2010 e 02.01.2011<sup>13</sup>, apesar de o mencionado

---

<sup>13</sup> Thiago Coutinho alega ter iniciado sua atuação junto à UM Investimentos em 23.03.2009 como empregado. Em 14.10.2009, logo após a obtenção do registro de agente autônomo de investimento em 06.10.2009 (fl. 1.691), o seu vínculo com a Corretora foi alterado, passando a atuar como agente autônomo de investimento com o código de assessor 788. A partir de 19.04.2010, a prestação de serviços se deu por meio da TMC AGENTE AUTONOMO DE INVESTIMENTOS LTDA, mantendo o código de identificação. Fls. 423/680, 1.153/1.177, 1.738, 1.842 e 2.094/2.095.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

relacionamento profissional ter se iniciado em meados de 2009, com a captação, pelo acusado, das Investidoras clientes da Corretora<sup>14</sup>.

31. Para suportar essa conclusão, destaco, em primeiro lugar, os diversos e-mails constantes dos autos enviados por Thiago Coutinho para Antônia que comprovam que ele realizou a gestão das carteiras de valores mobiliários e que detinha autorização para realizar negócios em nome das Investidoras com recursos por elas disponibilizados no período informado. Nesse sentido:

- i. Em 22.01.2010, Thiago Coutinho enviou e-mail com o seguinte teor: “Estamos acompanhando o mercado para buscar operações em que o risco x retorno das operações compensem para montar mais operações. Qualquer dúvida estou a disposição (*sic*)”. (fl. 45)
- ii. Em 27.01.2010: “Conforme nossa reunião de hoje de manhã, ficou acordado as seguintes premissas para a carteira da MARI (...): 1. Operações Arrojadadas: 10% (...) 2. Operações Moderadas: 90% (...)” (fl. 46)
- iii. Em 04.02.2010: “Como vocês podem ver o mercado caiu bem, desde a nossa primeira operação (21/01/2010)-ARROJADA, onde compramos PMAM3 indicada pelo Beto, o índice Bovespa caiu 3,52% e hoje realizamos o prejuízo conforme o STOP estipulado, de R\$6,30, abaixo seguem mais detalhes da operação. Na nossa segunda operação (22/01/2010) – MODERADA, compra de PETR4T (termo) e a venda de opções PETRC34 (STRIKE 33,83), onde nesse período o índice Bovespa caiu (...) Na terceira operação (26/01/2010) – MODERADA, o índice Bovespa caiu 2,43% e a VALE5 caiu 4,30% rolamos buscando a VALEC42 dando mais espaço e proteção para a operação (...) OPERAÇÃO STOPADA: Hoje PMAM3 bateu o valor de R\$ 6,30 onde era o nosso STOP, com isso saímos de toda a posição e amarguramos o prejuízo conforme determinado (...)” (fl. 48)
- iv. Em 15.03.2010: “As operações começaram a dar tranquilidade para nós, o mercado seguiu subindo e nos livrou do medo do STOP das operações, tendo em vista o mercado em alta vimos um ativo que estava caindo no começo do dia e fizemos uma operação bem protegida com uma taxa bem atrativa”. (fl. 52)

---

<sup>14</sup> Nesse sentido, as alegações do próprio acusado (fl. 1.843) e documentos às fls. 1.651/1.670.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- v. Em 07.06.2010: “O momento requer um pouco de paciência. Se tivermos uma leve melhora voltaremos aos R\$ 5.000.000,00 na carteira da MARI e uma boa melhora nas outras. Estou trabalhando muito preocupado e com extrema disciplina na carteira de vocês, para alcançar o objetivo que é fazer as carteiras renderem. Não estou fazendo grandes alterações nas estratégias. Peço confiança por parte de vocês.” (fl. 64)
- vi. Em 14.07.2010: “Conforme nossa última conversa por telefone a 10 dias atrás (*sic*), concordamos em ficar comprados em PETROBRAS pois ambos acreditamos que as ações estão muito baratas e vender alguns papéis de menos propensão a subir (...) Hoje a senhora ligou querendo resgatar o CDB, é possível fazer, mas não creio que seja o melhor momento pois teremos uma perda significativa uma vez que estamos comprados em PETROBRAS num preço 25% acima do preço atual. É um cálculo simples perdemos mais de R\$ 1.000.000 nessa posição. As posições são a termo e a vista, durante esse período tentamos defender a posição com a venda de opções, índice futuro e outras ações, obtivemos sucesso, mas obviamente menor do que a queda da Petrobras. Para zerar hoje estamos quase tendo que entrar no CDB, não vale a pena. Tenha um pouco de paciência e aguarde nessa posição que montamos até que saia a capitalização de PETROBRAS, por favor. São apenas de dois a quatro meses para a capitalização sair” (fl. 68)
32. O acusado alega que tinha por hábito consultar a “área de gestão” da Corretora, que seria responsável por preparar e lhe encaminhar os e-mails sobre as carteiras de investimentos das Investidoras. Thiago Coutinho alega que encaminhava essas mensagens para Antônia, retirando os trechos que identificavam a mencionada área. A prática seria realizada no intuito de personalizar os e-mails, de modo que ficasse claro que o atendimento na prestação das informações era por ele realizado, o que seria relevante para fins de sua remuneração. Além disso, alega que sua atividade se restringia à esfera comercial, jamais se envolvendo com a prática operacional das Investidoras, pois não tinha experiência nessa área, o que estaria de acordo com depoimentos de diferentes pessoas.
33. O argumento não convence. Afinal de contas, não há nos autos evidências de que a invocada “área de gestão” da UM Investimentos de fato existia à época. Da mesma forma, nenhum dos acusados apresentou cópias dos e-mails enviados pela área de gestão e as informações prestadas pelos acusados a seu respeito são discrepantes. Segundo Claudio Lozer, a área de gestão foi criada em 2011 ou 2012 (após os fatos aqui analisados, portanto) e que,



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

anteriormente, a “UM Investimentos oferecia contrato de ‘carteira administrada’ com o objetivo de evitar problemas com ordens de clientes, para que a corretora se garantisse contra reclamações contra ordens eventualmente não dadas”<sup>15</sup>, além de ter afirmado, como visto, que era Antônia que dava ordens. Por sua vez, Thiago Coutinho alegou que a suposta área, que geria as carteiras das Investidoras, ficava no Rio de Janeiro e que não conhecia as pessoas dessa área. Por fim, Fernando Opitz afirmou que não se recorda quando foi estruturada essa área, mas que havia segregação de atividades, sendo que não havia comunicação entre a área de gestão e os agentes autônomos de investimento<sup>16</sup>.

34. Indo adiante, saliento que o perfil de Thiago Coutinho na rede social LinkedIn, que não restou impugnado pela defesa, contém informações de que o acusado exercia atividades características de administração de carteiras de valores mobiliários. Segundo o mencionado perfil, sua atividade como “Gerente de Investimentos” da UM Investimentos entre março de 2009 a maio de 2011 abarcava “análise de portfólio, montagem de carteiras com foco em renda variável e definição de estratégias de investimentos visando atender os objetivos e perfil do cliente.” (fl. 99)

35. No mesmo sentido, em gravação de reunião mantida entre Thiago, outros representantes da UM Investimentos, Antônia e seus filhos, o acusado faz declarações que espancam quaisquer dúvidas sobre o poder de decisão que detinha e que exerceu sobre as carteiras de investimentos das Investidoras, bem como sobre a autorização tácita que possuía para comprar e vender valores mobiliários em nome daquelas e comunicá-las posteriormente<sup>17</sup>:

Antônia: Vocês pegaram meus quatro milhões e deixaram isso como uma garantia...

Thiago Coutinho: Isso. Uma garantia.

Antônia: Na garantia, o dinheiro não existe. Existe só a garantia. Aí você vai lá e pega no mercado...

Thiago: Peguei no mercado...

Antônia: Que mercado?

Thiago: Mercado Financeiro.

---

<sup>15</sup> Fls. 1.849/1.850.

<sup>16</sup> Fls. 1.827, 1.843, 1.849/1.850.

<sup>17</sup> Cd à fl. 1.779, ARQUIVO 001\_A\_002\_2010\_12\_22.mp3. Conversa a partir de 01h08min00s.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Antônia: Mobiliário ou imobiliário?

Thiago: Não. Não. Mobiliário.

Antônia: No financeiro. No mobiliário. Você pegou quatro milhões emprestado, é isso?

Thiago: Sim.

Antônia: E com uma taxa de quanto ao ano?

Thiago: A uma taxa de 10.75% ao ano que é a taxa do CDI.

Antônia: Isso para você pagar o dinheiro que está emprestando?

Thiago: Sim. Para ficar um ano. Mas essa operação não ficou um ano.

Antônia: Tá bom. Muito bem. E você fez o que com esse dinheiro que você pegou?

Thiago: Então, eu comprei Petrobras, certo. E eu vendi a opção dela.

Antônia: Isso em fevereiro, em março foi feita essa operação. Comprava a Petrobras, a PETR4, e fazia opções em Petro não-sei-o-quê, em Petro sei-lá-o-nome-que-tem. E aí você ganhava um prêmio na diferença, quando chegava no patamar, se chegasse teria que realizar essa operação.

Thiago: Eu venderia as ações da Petrobras. Eu comprei a 35 reais, e usei o prêmio de 2 reais.

Antônia: Tá bom. Eu vi lá. E quanto nós ganhamos nesse período e qual foi o período correto onde nós começamos a comprar Petrobras, vender opção de Petrobras, com o dinheiro de 10% e a garantia do meu CDB. Qual foi o período?

Thiago: Então, esse período foi até quando eu mandei o e-mail.

Antônia: Até eu não sei. Eu quero o período exato de quando começou e quando terminou, e quanto nós ganhamos com opções.

Thiago: Foi de janeiro até maio.

R.S. (representante da UM Investimentos): Deixa eu só ler aqui. No e-mail, que foi trocado no dia 14.07.2010, o Thiago cita aqui: “conforme nossa última conversa por telefone a 10 dias atrás, concordamos em ficar comprados em PETROBRAS pois ambos acreditamos que as ações estão muito baratas e vender alguns papeis de menos propensão a subir (...)”<sup>18</sup>

36. De todo o exposto, concluo que Thiago Coutinho exerceu de fato a atividade de administração de carteira sem autorização da CVM, em infração à norma do artigo 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999.

---

<sup>18</sup> A mensagem eletrônica foi mencionada anteriormente (fl. 68).





**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

#### **IV. NEGOCIAÇÃO EXCESSIVA**

37. A segunda infração imputada a Claudio Lozer e Thiago Coutinho neste processo refere-se à suposta prática de negociação excessiva, internacionalmente conhecida como *churning*.

38. Como já tive oportunidade de manifestar em outras ocasiões<sup>19</sup>, a negociação excessiva é uma modalidade de fraude realizada por pessoas que, atuando com controle sobre recursos de terceiros, realizam excessivos negócios em nome do cliente, visando não o melhor interesse desse, mas o fim de gerar taxas e comissões para si ou para outrem.

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

40. No caso em apreço, o primeiro item – controle – foi examinado na seção anterior. Claudio Lozer, agindo como gestor de fato, foi o responsável pela elaboração de estratégias de investimento e execução de negócios com valores mobiliários realizados entre 06.06.2009 e 13.01.2010. Da mesma forma, Thiago Coutinho, entre 14.01.2010 e 02.01.2011, exercia de fato a administração das carteiras de investimentos das Investidoras. Em ambos os períodos, Antônia era, quando muito, apenas comunicada posteriormente sobre a realização das operações.

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

##### ***Primeiro Indicador: Taxa de Giro da Carteira***

42. O primeiro indicador foi a taxa de giro da carteira (*turnover ratio*, “TR”), que mede a razão entre o total de operações realizadas<sup>20</sup> e o patrimônio da carteira de investimentos.

<sup>19</sup> PAS CVM nº 11/2013, j. em 30.01.2018; PAS CVM nº RJ2015/6143, j. em 24.04.2018.

<sup>20</sup> Há diferentes formas de calcular o TR, que podem considerar, por exemplo, apenas as compras ou as compras e as vendas. Sobre o assunto, cf. Estudo ASA.





**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Segundo o Estudo BSM, uma taxa superior a 8 indica alta probabilidade de *churning*, embora não seja sozinho conclusiva para caracterizar a irregularidade<sup>21</sup>.

43. No caso em tela, o TR da carteira de Antônia foi de 117,35 em 2009 e 16,47 em 2010. Já o taxa de giro da carteira da MARI foi de 82,80 e 35,48, nos anos de 2009 e 2010, respectivamente. Os índices calculados se mostraram, portanto, muito acima de 8 (oito), parâmetro adotado pelo Estudo da BSM.

44. O Estudo ASA, por sua vez, não indica uma taxa de giro específica como sendo indicativa da prática de *churning*, mas compara as taxas de giros de diferentes fundos (exclusivos e não exclusivos, com poucos ou muitos cotistas) ao longo dos anos. Assim, o estudo demonstra como os indicadores de *churning* variam não só ao longo dos anos como também em razão do tipo de fundo.

45. O Estudo ASA é baseado no comportamento de fundos de investimento e não compara carteiras administradas. Apenas para fins de referência, irei utilizar aqui os dados coletados para fundos exclusivos. A tabela abaixo sintetiza os parâmetros obtidos para o índice TR:

**Tabela 1. Comparação entre o TR das carteiras de Antônia e MARI e parâmetros dos Estudos BSM e ASA<sup>22</sup>**

	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Antônia <sup>(1)</sup></b>	117,35	16,47
<b>MARI <sup>(1)</sup></b>	82,80	35,48
<b>Estudo BSM</b>	8,0	8,0
<b>Estudo ASA<sup>(2)</sup></b>	0,9	1,1

**Fonte:**

(1) Termo de Acusação

(2) Estudo ASA – Média do TR para fundos exclusivos

46. Conforme se verifica na tabela acima, a comparação entre as taxas de giro das carteiras de Antonia e MARI e aquelas indicadas nos Estudo BSM e ASA demonstra de maneira

<sup>21</sup> PAS CVM nº SP2012/480, j. em 27.10.2014, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; PAS CVM nº 24/2010, j. em 27.5.2015, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes; PAS CVM nº RJ2014/12921, j. em 10.02.2017, Dir. Rel. Pablo Waldemar Renteria; PAS CVM nº 11/2013, j. em 30.01.2018, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez.

<sup>22</sup> A Acusação utilizou para o cálculo do TR o método de (compras totais/patrimônio líquido médio da carteira).



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

contundente que os ativos das carteiras das Investidoras foram negociados com uma intensidade bastante elevada, muito acima dos parâmetros usualmente encontrados.

***Segundo Indicador: Razão Custo sobre Patrimônio***

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

48. A Acusação concluiu que, considerando todas as despesas, o C/E da carteira de Antônia totalizou 76,9% em 2009 e 7,7% em 2010. Já a carteira da MARI teve um C/E de 46,7% em 2009 e de 15,1% em 2010. Levando-se em consideração somente as despesas de corretagem, a carteira de Antonia teve um C/E de 57,1% em 2009 e de 4,4% em 2010 enquanto a carteira de investimentos de MARI teve um C/E de 36,6% em 2009 e de 7,6% em 2010. Os números mencionados incluem a alegada concessão de desconto sobre a corretagem pela Corretora às Investidoras. Vale notar que o segundo método tende a reduzir o resultado obtido, uma vez que não leva em consideração outras despesas que geralmente são incluídas no cálculo.

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

50. O Estudo ASA, por sua vez, novamente não apresenta um determinado número como indicativo de irregularidade, mas apresenta os custos de negociação de diferentes fundos (separados, novamente, entre exclusivos e não exclusivos e com poucos ou muitos cotistas) e reflete, ano a ano, o impacto das escolhas de gestores profissionais nos custos de fundos de investimento.

51. A tabela abaixo sintetiza os parâmetros obtidos para o índice C/E:



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**Tabela 2. Comparação entre o C/E das carteiras de Antônia e MARI e parâmetros dos Estudos BSM e ASA**

	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Antônia <sup>(1)</sup></b>	57,1%	4,4%
<b>MARI <sup>(1)</sup></b>	36,6%	7,6%
<b>Estudo BSM</b>	21,0%	21,0%
<b>Estudo ASA <sup>(2)</sup></b>	0,2%	0,2%

**Fonte:**

(1) Termo de Acusação

(2) Estudo ASA –Média do C/E para fundos exclusivos

52. Esses percentuais, principalmente os de 2009, são muito elevados e constituem mais um forte indício da prática de negociação fraudulenta. Mesmo no ano de 2010, apesar de os índices calculados não se mostrarem tão altos, são significativamente superiores aos parâmetros mais rigorosos observados no Estudo ASA.

***Conclusões sobre a acusação de giro excessivo***

53. Como já ressaltai nos votos que proferi em outros casos de *churning*, parece-me claro que, olhando apenas para os índices TR e C/E, quanto maiores esses forem em um caso concreto, maior valor probatório deve a eles ser atribuído. Não obstante, a análise do giro da carteira para fins de apuração de responsabilidade deve, necessariamente, ser realizada à luz do perfil do cliente e de seus objetivos de investimento<sup>23</sup>.

54. No caso em tela, a análise conjunta dos indicadores no ano de 2009 demonstra de maneira clara que houve excessividade na negociação efetuada nas carteiras das Investidoras. No que se refere ao ano de 2010, chego às mesmas conclusões, principalmente ao observar que a forma de cálculo adotada pela Acusação em relação ao C/E se limitou à corretagem e que os índices de TR obtidos no Estudo ASA já foram calculados considerando-se situações extremas<sup>24</sup>.

55. Essas conclusões se manteriam ainda que assumíssemos que o perfil de investimento das Investidoras era arrojado, como alegam as defesas. No entanto, no caso dos autos, o próprio

23 Remeto ao PAS CVM nº 11/2013, j. em 30.01.2018, do qual fui relator.

24 O Estudo ASA levou em consideração somente categorias de fundos de investimento que demonstraram, de maneira consistente, serem as mais ativas (p. 10 do Estudo).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

profissional que fez a captação das Investidoras para a UM Investimentos – Thiago Coutinho – confessou que Antônia não tinha conhecimento dos riscos envolvidos na assinatura dos contratos e que o perfil de risco adotado (arrojado) se deu sem a devida prestação de informações. A cliente, agindo com confiança na instituição financeira, foi induzida por Thiago Coutinho a assinar contratos que previam a possibilidade de realização de investimentos de risco elevado. A esse respeito, Thiago Coutinho afirmou que “esse era o contrato padrão da corretora para poder operar com derivativos; que a orientação da corretora era de oferecer o contrato “Arrojado” em caso de “venda coberta”, ou seja, lançamento de opções de compra sobre os ativos que compunham a carteira do investidor; que ofereceu esse contrato para Antonia seguindo a orientação da Um Investimentos e explicou para ela que seria necessária a assinatura desse contrato para recuperar as perdas sofridas com a crise de 2008; que, à época, não tinha conhecimento sobre essas operações com derivativos” (fl. 1.843).

56. Quando perguntado se considerava esses contratos adequados em relação ao perfil de risco da investidora Antônia, Thiago Coutinho respondeu que “**não**; que, à época, chegou a discutir com pessoas da Mesa da Um Investimentos, cujos nomes não se recorda, mas que acabou dando a mesma explicação para a cliente que recebeu dessas pessoas da Corretora; que a orientação geral para todas as pessoas da Mesa da Um era oferecer o contrato “Arrojado” nos casos em que a carteira demandasse lançamento de opções, ainda que cobertas; **que entendeu que esse contrato não era o que Antonia Canhadas queria, mas repassou a orientação da Corretora para a cliente, e ela aceitou**; que havia três tipos de contrato para carteiras administradas: Conservador, Moderado ou Arrojado; que não se recorda de ter visto contrato Moderado ser assinado, **que a orientação da Corretora era focar no contrato Arrojado**; que, ao que se recorda, o Conservador era para casos de swing trade, o que ‘engessava’ a carteira e não dava para fazer nada, segundo orientação da Um Investimentos” (fl.1844). Thiago Coutinho declarou que acreditava que Antônia não tinha conhecimento dos riscos envolvidos na assinatura dos contratos e acrescentou “tanto que ela perguntou por que deveria assinar o arrojado, e ele explicou conforme descrito na questão anterior” (fl. 1.844).

57. Vale ressaltar que as cláusulas de alavancagem previstas nos contratos celebrados com as Investidoras não afastam a prática de negociação excessiva, uma vez que essas não poderiam, em nenhuma hipótese, ser invocadas como salvo conduto para realização de fraude. Pelo contrário. No caso aqui analisado, há evidências de que as mencionadas cláusulas foram utilizadas para dar



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

aparência de regularidade a negócios maliciosos. Tampouco o fato de o perfil de cliente ser determinado como “arrojado” e permitir a realização de operações alavancadas implica necessariamente quantidades excessivas de negócios.

58. Ainda a esse respeito, reporto-me mais uma vez ao voto que proferi no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2013, do qual fui relator. Naquela oportunidade, destaquei entender que um gestor profissional deve avaliar, em cada operação, se a expectativa de retorno adicional decorrente da mudança de investimento, descontados os custos incorridos naquela operação, é positiva.

59. Da mesma forma, não se pode desconsiderar que aquele que contrata serviço de administração de carteira acredita que seu patrimônio será gerido com expertise e lealdade e, confiando que o administrador irá honrar seus deveres fiduciários, acaba por reduzir a vigilância sobre o contratado.

60. Tampouco parece suficiente para afastar o fato de que as Investidoras foram induzidas e mantidas em erro o recebimento por Antônia de correspondências com informações esparsas sobre as operações realizadas (notas de corretagem, avisos de negociação de ações, etc.). Ainda que a cliente recebesse informações periódicas sobre as operações cursadas, não se pode concluir que ela tinha conhecimento de que a grande quantidade de operações estava gerando custos elevados de transação. Pelo contrário, as provas dos autos apontam que os prepostos da UM Investimentos apontavam como motivo para o prejuízo das carteiras oscilações de preços e decisões de investimento equivocadas, encobrando o fato de que os vultosos custos de transação estavam a deteriorar a rentabilidade das carteiras de investimento. Grande parte desses custos inexoravelmente se reverteram em benefício da Corretora e dos AAls.

61. Por fim, ressalto que a prova da intenção de auferir vantagem financeira indevida decorre do fato de Claudio Lozer e Thiago Coutinho terem obtido vantagem financeira a partir da excessividade de negócios que realizaram em nome das Investidoras, pois perceberam percentuais sobre as taxas de corretagem, as quais representaram grande parte dos custos de transação suportados pelas Clientes.

62. Ante todo o exposto, concluo que Claudio Lozer e Thiago Coutinho promoveram negócios com os valores mobiliários da carteira de Antônia e MARI com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**V. RESPONSABILIDADE DA UM INVESTIMENTOS E DE FERNANDO OPITZ**

63. Fernando Opitz, diretor da Corretora responsável pela atividade de administração de carteiras, é acusado de ter participação fundamental na fraude perpetrada, pois teria sido conivente e permitido que os agentes autônomos de investimento mencionados atuassem livremente sobre as carteiras e realizassem negócios em nome das Investidoras de maneira excessiva.

64. Há diversos indícios, robustos e convergentes, que permitem concluir que Fernando Opitz, para além de mera inobservância do dever de diligência, transferiu a terceiros inabilitados a gestão das carteiras das Investidoras e omitiu-se dolosamente ao permitir a perpetração de fraudes e ao deixar de exercer o dever de correção inerente ao cargo de diretor responsável pela atividade de administração de carteiras.

65. Como visto, as carteiras de investimentos das Investidoras eram administradas, de fato, por agentes autônomos de investimento impedidos à atividade, que atuavam de dentro das dependências da Corretora e utilizavam o e-mail institucional para se comunicar com Antônia, além de participarem de reuniões realizadas com a cliente.

66. No mesmo sentido, são diversas as circunstâncias que evidenciam que as negociações realizadas em nome das Investidoras eram flagrantemente excessivas: altos índices de giro de carteira e de custo sobre patrimônio, expressivos custos de negociação suportados pelas Investidoras que se reverteram em benefício da Corretora, já levando em consideração a alegada concessão de desconto pela UM Investimentos sobre a corretagem. Houve até mesmo significativos encargos por atraso de liquidação<sup>25</sup>.

67. Adicionalmente, um dos acusados demonstra que era de conhecimento de diversos profissionais da Corretora os indícios da fraude cometida contra o patrimônio das Investidoras: Claudio Lozer afirmou “que acredita que, por todos da corretora saberem quanto as carteiras de Antonia rendiam de corretagem, alguém pode ter dito a Thiago que o declarante [Cláudio Lozer] estava girando demais as carteiras, ganhando em cima de sua cliente” (fls. 1.852).

---

<sup>25</sup> A acusação calcula que a importância de R\$ 86.239,78 foi gasta pelas Investidoras na mencionada rubrica no período analisado.





**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

68. Por sua vez, Fernando Opitz apresenta argumentos inverossímeis e mesmo contraditórios. Em sua resposta a um ofício da CVM, afirmou que desenvolvia a atividade de tomada de decisão de alocação das carteiras dessas investidoras, sem fazer qualquer menção ao “Comitê de Gestão” ou aos “demais participantes”. Posteriormente, alegou saber que Antonia tomava as suas decisões de investimentos; o que, como já analisado, não convence. Vale repetir que não é aceitável que instituição financeira que realiza gestão de recursos de terceiros, mediante contrato escrito, alegue, sem comprovação documental, que era o titular da carteira quem dava ordens de investimento, quando, para todos os fins, a responsabilidade da gestão era da instituição.

69. Em outro momento, afirma que fazia parte de um “comitê de gestão”. No entanto, em resposta a ofício anterior ao depoimento do acusado, Fernando Opitz é apontado como o único responsável pela gestão de carteiras das Investidoras, sendo que a descrição detalhada do processo de tomada de decisões de investimento não menciona nenhum comitê e nem mesmo a participação das Investidoras<sup>26</sup>.

70. Na figura de diretor da UM Investimentos cadastrado perante a CVM como responsável pela mencionada atividade, Fernando Opitz tinha o dever específico de adequadamente administrar os recursos das Investidoras e era quem, em última análise, representava a instituição financeira. A toda evidência, esse acusado não pode alegar desconhecimento da estrutura da própria área que administrava. As diversas provas convergem, portanto, para a conclusão de que Fernando Opitz sabia que carteiras administradas pela Corretora estavam sendo geridas por pessoas que não eram autorizadas, e permitia a prática de atos fraudulentos em relação às carteiras de investimentos que eram de sua atribuição, garantindo indevida vantagem financeira para a Corretora e seus prepostos.

71. Nesse sentido, vale ressaltar que Fernando Opitz tinha, nos termos do artigo 14, II, da Instrução CVM nº 306/1999<sup>27</sup>, o dever de fazer cessar quaisquer irregularidades de que tomasse conhecimento.

---

<sup>26</sup> Fls. 1.735/1.740.

<sup>27</sup> Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: *Omissis* II - empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses de seus clientes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

72. Todas as condutas praticadas pelo Diretor são imputáveis também à própria Corretora.

**VI. DOSIMETRIA**

73. Por fim, passo à fixação das penalidades.

74. Começo assinalando que ambas as infrações analisadas nesse PAS – exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, em infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999, e promoção de negociações com os valores mobiliários das carteiras que administram com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999, são consideradas graves para efeitos do disposto no artigo 11, § 3º, da Lei nº 6.385/1976 por força do artigo 18 da mencionada Instrução<sup>28</sup>.

75. No que se refere ao exercício irregular de administração de carteira praticado por Claudio Lozer e Thiago Coutinho, entendo presente, em ambos os casos, a agravante de violação de deveres fiduciários inerentes à atividade de agente autônomo de investimento, notadamente os contidos no artigo 15, II, e no artigo 16, IV, ‘b’, ambos da Instrução CVM nº 434/2006<sup>29</sup>, vigente à época dos fatos<sup>30</sup>, uma vez que a infração foi cometida não por pessoa estranha ao mercado, mas por agentes autônomos de investimento, atuando nessa qualidade. No entanto, compenso a agravante com a atenuante de bons antecedentes e fixo a penalidade em multa no valor de R\$250 mil (duzentos e cinquenta mil reais), em linha com precedente recente<sup>31</sup>.

---

<sup>28</sup> Art. 18. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385/76, o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários por pessoa natural ou jurídica não autorizada, nos termos desta Instrução, ou autorizada com base em declaração ou documentos falsos, bem como a infração às normas contidas nos arts. 14, incisos I, II, V, VII e VIII, e 16, incisos VI a VIII desta Instrução.

<sup>29</sup> Art. 15. O agente autônomo de investimento deve observar as seguintes regras de conduta: *Omissis* II – abster-se da prática de atos que possam ferir a relação fiduciária entre investidores e a instituição intermediária à qual estiver vinculado.

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

<sup>30</sup> A Instrução CVM nº 434/2006 foi revogada pela Instrução CVM nº 497, que entrou em vigor em 1º de janeiro de 2012.

<sup>31</sup> PAS CVM nº SP2014/014, Dir. Rel. Pablo Waldemar Renteria, j. em 12.09.2017.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

76. Em relação à prática de negociação excessiva, entendo que a culpabilidade foi elevada, uma vez que Claudio Lozer e Thiago Coutinho utilizaram de seu conhecimento para obter vantagem indevida em detrimento de clientes que a eles confiaram seus recursos, violando normas caras ao mercado de capitais. Entendo como agravante o elevado prejuízo causado a investidor, que no caso isolado de MARI restou verificado em cerca de R\$3,8 milhões<sup>32</sup>, sendo certo que a prática ilícita teve contribuição determinante para tanto. No entanto, compenso a agravante com a atenuante de bons antecedentes e fixo a penalidade de proibição temporária para ambos, pelo prazo de 60 (sessenta) meses, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários.

77. No que se refere ao concurso de Fernando Opitz para o exercício irregular de administração de carteira, encontra-se presente a agravante de violação de deveres fiduciários inerentes à atividade de diretor de corretora responsável pela atividade, notadamente os previstos nos incisos I, II e IV do artigo 14 da Instrução CVM nº 306/1999, vigente à época dos fatos<sup>33</sup>. No entanto, compenso a agravante com a atenuante de bons antecedentes e fixo a penalidade em multa no valor de R\$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais).

78. Em relação ao concurso de Fernando Opitz para a prática de *churning*, entendo presentes duas agravantes: (i) elevado prejuízo causado a investidor, que no caso isolado de MARI restou verificado em cerca de R\$3,8 milhões<sup>34</sup>, sendo certo que a prática ilícita teve contribuição determinante para tanto, e (ii) a prática reiterada da conduta irregular pelo prazo de aproximadamente um ano e meio. No entanto, compenso a primeira agravante com a atenuante de bons antecedentes e fixo a penalidade de multa no valor de R\$275.000,00 (duzentos e setenta e cinco mil reais).

---

<sup>32</sup> Fl. 1.955. No mesmo sentido, no caso MARI, verificou-se rentabilidade de -52,6% frente a desempenho de -11,6% do Ibovespa, entre março de 2010 a abril de 2012 (fl. 1.958).

<sup>33</sup> Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: I - desempenhar suas atribuições de modo a atender aos objetivos de investimento do (s) titular (es) da carteira; II - empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses de seus clientes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão; *Omissis* IV - evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes;

<sup>34</sup> Fl. 1.955. No mesmo sentido, no caso MARI, verificou-se rentabilidade de -52,6% frente a desempenho de -11,6% do Ibovespa, entre março de 2010 a abril de 2012 (fl. 1.958).



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

79. No que se refere ao concurso de UM Investimentos para o exercício irregular de administração de carteira, encontra-se presente a agravante de violação de deveres fiduciários inerentes à atividade de administração de carteira de valores mobiliários atividade, notadamente os previstos nos incisos I, II e IV do artigo 14 da Instrução CVM nº 306/1999, vigente à época dos fatos<sup>35</sup>. A Corretora não faz jus à atenuante de bons antecedentes por força de condenação anterior já transitada em julgado na esfera administrativa<sup>36</sup>. Ante o exposto, fixo a penalidade em multa no valor de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais).

80. Em relação à prática de negociação excessiva, entendo que a culpabilidade foi elevada, uma vez que UM Investimentos atuou em detrimento de clientes que a ela confiaram seus recursos, violando normas caras ao mercado de capitais. Destaco não ter sido possível dimensionar com precisão a vantagem indevida obtida pela Corretora, pois, embora a acusação tenha demonstrado os valores pagos pelas Investidoras à UM Investimentos, não foi discriminado o excesso de corretagem decorrente do ilícito.

81. Nesse sentido, reitero minha manifestação no PAS CVM nº RJ2015/6143 de que acredito que devemos avançar nos estudos acerca da matéria, não só para atualizar os indicadores de *churning* para as atuais condições do mercado como também para estabelecer uma metodologia para quantificação da vantagem decorrente da prática do ilícito, o que nos forneceria um referencial para a fixação da pena pecuniária em casos similares.

82. Entendo que as duas agravantes indicadas no exame da dosimetria de Fernando Opitz também se aplicam à Corretora, que não faz jus à atenuante de bons antecedentes, conforme julgado já mencionado. Ante o exposto, fixo a penalidade da Corretora em multa no valor de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais), multa máxima aplicável segundo a legislação vigente à época dos fatos.

---

<sup>35</sup> Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: I - desempenhar suas atribuições de modo a atender aos objetivos de investimento do (s) titular (es) da carteira; II - empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses de seus clientes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão; *Omissis* IV - evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes.

<sup>36</sup> O PAS CVM nº 20/2005, j. em 12.04.2011, Dir. Rel. Eli Loria, versou sobre fatos ocorridos no ano 2000. A condenação de Um Investimentos foi mantida pelo CRSFN em 24.03.2015 (Recurso nº 13.356).



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

## VII. CONCLUSÃO

83. Diante de todo o exposto, com fundamento no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, voto nos seguintes termos:

- i. Pela condenação de **Claudio Roberto Lozer** às seguintes penalidades:
  - a) Multa no valor de R\$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais), pelo exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 06.06.2009 e 13.01.2010, em infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999; e
  - b) Proibição temporária, pelo prazo de 60 (sessenta) meses, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, por promover negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999.
- ii. Pela condenação de **Thiago Manzi Coutinho** às seguintes penalidades:
  - a) Multa no valor de R\$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais), pelo exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 14.01.2010 e 02.01.2011, em infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999; e
  - b) Proibição temporária, pelo prazo de 60 (sessenta) meses, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, por promover negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999.
- iii. Pela condenação de **Fernando Opitz** às seguintes penalidades:
  - a) Multa no valor de R\$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais), por concorrer para administração irregular de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 06.06.2009 e 02.01.2011, em infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999; e



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- b) Multa no valor de R\$275.000,00 (duzentos e setenta e cinco mil reais), por concorrer para a promoção de negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999.
- iv. Pela condenação de **UM INVESTIMENTOS S.A. CTVM** às seguintes penalidades:
- a) Multa no valor de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais), por concorrer para administração irregular de carteira de valores mobiliários no período compreendido entre 06.06.2009 e 02.01.2011, em infração ao artigo 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 306/1999; e
- b) Multa no valor de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais), por concorrer para a promoção de negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999.
84. Finalmente, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao OFÍCIO/CVM/SGE/Nº 83/2015<sup>37</sup>, para as providências que julgar cabíveis.

É como voto.

Rio de Janeiro, 18 de setembro de 2018

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator

---

<sup>37</sup> Fl. 2.044.