



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

404ª Sessão

Recurso 14.035

Processo 10372.000131/2016-98

Processo na primeira instância CVM IA2010/24

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: ANTÔNIO PEIXOTO CHEREM
C & D DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS DE VALORES MOBILIÁRIOS S.A.

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA

EMENTA: RECURSO VOLUNTÁRIO. Administração irregular de carteira e operações fraudulentas. Churning. Infrações configuradas. Multa e inabilitação temporária para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam da autorização ou registro na CVM. Recursos desprovidos.

ACÓRDÃO CRSFN 324/2017

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem conhecer dos recursos e:

1. com relação à recorrente C&D DTVM:

1. pela infração de realização de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários, **negar-lhe provimento**, por maioria, com base no voto do Conselheiro Thiago Paiva Chaves, mantendo a penalidade de multa no valor de R\$3.091.327,12 (três milhões noventa e um mil trezentos e vinte e sete reais e doze centavos), vencido o Relator, que votou pela redução da multa a valor equivalente a duas vezes o ganho auferido com taxas de corretagem na compra e venda de ativos do FAPEN entre 1º de janeiro de 2005 e 31 de dezembro de 2006;
2. pela infração de exercício irregular de administração de carteira de valores mobiliários no período de 5 de dezembro de 2005 a 26 de dezembro de 2007, **negar-lhe provimento**, por unanimidade, com base no voto do Relator, mantendo a penalidade de multa no valor de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais);

2. com relação ao Recorrente ANTÔNIO PEIXOTO CHEREM:

1. pela infração de realização de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários, entre maio de 2002 e dezembro de 2007, **negar-lhe provimento**, por unanimidade, com base no voto do Relator, mantendo a penalidade de inabilitação, pelo período de 5 (cinco) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM;
2. pela infração de exercício irregular de administração de carteira de valores mobiliários no período de 5 de dezembro de 2005 a 26 de dezembro de 2007, **negar-lhe provimento**, por unanimidade, com base no voto do Relator, mantendo a penalidade de multa no valor de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais).

Participaram do julgamento os Conselheiros Carlos Portugal Gouvêa, Thiago Paiva Chaves, Flávio Maia Fernandes dos Santos, Sérgio Cipriano dos Santos, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Impedida a Conselheira Adriana Cristina Dullius. Ausentes, justificadamente, os Conselheiros Alexandre Henrique Graziano e Bláir Costa D'Ávila. Presente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. Virgílio Porto Linhares Teixeira, que manifestou-se nos termos regimentais.

Brasília, 25 de julho de 2017.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Conselheiro(a) Presidente**, em 17/11/2017, às 09:23, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0042962** e o código CRC **63FC29F0**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

(*) RETIFICAÇÃO

Recurso 14035

Processo 10372.000131/2016-98

Processo na primeira instância CVM IA2010/24

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: ANTÔNIO PEIXOTO CHEREM
C & D DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS DE VALORES MOBILIÁRIOS S.A.

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA

RELATÓRIO

I. Objeto

1. Trata-se de recurso voluntário interposto perante o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional ("CRSFN") por Antônio Peixoto Cherem e C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S/A ("Recorrentes") pleiteando a reforma da decisão proferida pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") em 27 de maio de 2014, que determinou a aplicação de multa no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), à C&D DTVM e ao Sr. Antônio Peixoto Cherem pelo exercício irregular de administração de carteira de valores mobiliários no período de 5 de dezembro de 2005 a 26 de dezembro de 2007, em infração ao art. 23, da Lei nº 6.385/76, c.c.; o art. 3º da ICVM 306/99; multa no valor de R\$ 3.091.327,12 (três milhões, noventa e um mil, trezentos e vinte e sete reais e doze centavos) equivalente a duas vezes o ganho auferido com taxas de corretagem na compra e venda de ativos do FAPEN entre maio de 2002 e dezembro de 2007, em infração ao item, na forma da letra "c" do item II, da Instrução CVM nº 08/1979; e inabilitação temporária para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam da autorização ou registro na CVM pelo período de 5 (cinco) anos ao Sr. Antônio Peixoto Cherem.

II. Proposta de Instauração de Processo Administrativo

2. Em 30 de setembro de 2010, a CVM instaurou o inquérito administrativo 24/2010 para apurar possíveis irregularidades no mercado de valores mobiliários, em negócios com diversas ações de companhias abertas, envolvendo o investidor Antônio Peixoto Cherem e tendo como contraparte o Instituto de Aposentadoria e Pensões de Campo Largo – FAPEN pela Recorrente (fls. 1 a 3).

III. Evolução temporal

4. Preliminarmente, vale repassar a evolução temporal do presente Recurso desde a instauração do inquérito administrativo pela CVM, conforme a tabela abaixo:

Evento		Data	Fls.
Fatos	Administração irregular de carteira	05/12/2005 a 26/12/2007	3203 a 3253
	Rotação abusiva de carteira (<i>churning</i>)	05/2002 e 12/2007	3203 a 3253
Primeiro ato inequívoco de apuração (ambas infrações)		08/11/2007	23
Instauração do inquérito administrativo		30/09/2010	1 a 240

Relatório do inquérito administrativo	02/08/2013	3.202 a 3.269
Intimação	26/08/2013	3.273 e 3.274
Decisão	27/05/2014	3.357 a 3.389
Intimação	16/07/2014	3.399 e 3.400
Apresentação de recurso ao CRSFN	14/08/2014	4.840 a 5.108
Autuação CRSFN	03/09/2014	5.121

IV. Descrição das Ocorrências

5. Após o recebimento de uma denúncia anônima, em 11 de outubro de 2007, em 30 de setembro de 2010, a CVM resolveu instaurar o Inquérito Administrativo 24/2010 para apurar *"possíveis irregularidades no mercado de valores mobiliários, em negócios com diversas ações de companhias abertas, envolvendo o investidor Antônio Peixoto Cherem e tendo como contra-parte o Instituto de Aposentadoria e Pensões de Campo Largo – FAPEN, no período de 1º de outubro de 2003 a 15 de setembro de 2008"*.
6. Já em 8 de novembro de 2007, a CVM iniciou as investigações, oficiando a Bolsa de Valores de São Paulo, a fim de obter a lista de todos os negócios realizados pela C&D DTVM e pelo Sr. Antônio Cherem em 2007.
7. Durante a exaustiva troca de ofícios que se sucedeu, a FAPEN informou ter contratado os serviços da C&D DTVM para acompanhamento e gerenciamento de sua carteira de ações, sendo esta obrigada a comunicar sobre o seu andamento (fls. 916 a 918). O diretor geral do FAPEN informou ainda que deixaram de utilizar os serviços da C&D DTVM em 7 de dezembro de 2010, quando venderam a última ação que ainda restava em poder deles, já que não conseguiam efetuar tal venda desde dezembro de 2007, época em que foi solicitada. O motivo da não continuidade dos serviços prestados pela C&D DTVM foi o fato desta ter realizado várias compras e vendas de ações em nome do FAPEN sem autorização expressa do Comitê de Investimentos, comprometendo todo o capital do FAPEN (fls. 935 a 936).
8. Visando a aprofundar as investigações, a CVM intimou o Sr. Evaldo Pissaia, diretor geral do FAPEN à época dos fatos analisados neste processo, para prestar esclarecimentos. No entanto, não foi possível obter seu depoimento já que não foi localizado (fl. 1.032).
9. A C&D DTVM, por sua vez, prestou seus esclarecimentos na figura de seu representante, Antônio Peixoto Cherem, o qual, em seu depoimento informou que para cumprir o contrato de administração e operação de carteira do FAPEN, fazia a indicação de papéis, com base em um modelo matemático para dar sugestões de investimentos, que eram submetidas ao Comitê de Investimentos do FAPEN, na pessoa do então presidente e que, com base nelas, decidia os investimentos a serem feitos para carteira do FAPEN. Além disso, enviava por FAX sugestões de investimentos, elaboradas com base no modelo citado, recebendo em resposta um ofício, em nome do Comitê de Investimentos, autorizando a operação. A partir de determinado momento, os contatos passaram a ser feitos via telefone, com o Sr. Evaldo Pissaia, ocasião em que discutia as melhores alternativas de investimento. Em outros períodos, Evaldo Pissaia ligava diretamente para a mesa de operações sem o seu intermédio e eventualmente alguns membros do Comitê compareciam à C&D DTVM para acompanhar e emitir ordens em nome do FAPEN. Todas as ordens eram formalizadas por meio de "Proposta de Investimento FAPEN", em que constava o de acordo do seu presidente. Antônio também esclareceu que a expansão da carteira do FAPEN para ações fora da lista inicial foi determinada pelo Comitê de Investimentos (fls. 1.036 a 1.041).
10. Em 2 de agosto de 2013, a CVM finalizou sua investigação consubstanciando suas conclusões no Relatório de fls. 3.203 a 3.269. Para a CVM, não foram identificados elementos suficientes para caracterizar a manipulação da especificação dos negócios intermediados pela C&D DTVM com o fim de proporcionar a Antônio Cherem os melhores negócios em detrimento da FAPEN. No entanto, restaram caracterizadas as infrações dos Recorrentes pelo exercício irregular da atividade de administração de carteiras entre 5 de dezembro de 2005 e 26 de dezembro de 2007 e pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários.
11. De acordo com a CVM, pelos contratos celebrados entre C&D DTVM e FAPEN e o teor de sua comunicação ao longo do tempo, ficou demonstrada a discricionariedade da C&D DTVM em relação à carteira de investimentos da FAPEN, o que caracterizaria a administração de carteira durante todo o período de relacionamento (entre 30 de maio de 2002 a 26 de dezembro de 2007).
12. Além da corretagem gerada pelos negócios intermediados, a C&D DTVM ainda faria jus a uma taxa de performance, conforme a Cláusula Quarta do Contrato de Administração e Operação de Carteira de Investimentos em Rendas Variável e Fixa firmado entre a C&D DTVM e o FAPEN (fls. 919 a 922). Ademais, recursos do FAPEN no montante de R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais) foram entregues à C&D DTVM para serem administrados.
13. A CVM ressaltou que apesar de o Contrato de Administração prever, em sua Cláusula Terceira, um regime de administração compartilhada, em que todas as decisões de investimento deveriam ser aprovadas pelo comitê de investimentos do FAPEN, na prática, essa intenção contratual foi desvirtuada.
14. Neste sentido, entendeu não se trataria de uma simples relação de intermediação de operações, mas sim de uma efetiva atividade de administração de carteira de valores mobiliários e concluiu que Antonio Peixoto Cherem e C&D DTVM exerceram tal atividade de forma irregular.
15. Quando da celebração do Contrato de Administração e Operação de Carteira de

Investimentos em Renda Variável e Fixa, firmado em 31 de maio de 2002, entre o FAPEN e a C&D DTVM, ficou estabelecido que o FAPEN disponibilizaria a quantia de R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais) que deveria ser aplicada nos mercados de rendas variável e fixa. No período de 31 de maio de 2002 a 26 de dezembro 2007, não foram identificados novos aportes de recursos.

16. Para a Autarquia, o relacionamento entre FAPEN e a C&D DTVM poderia ser dividido em três períodos, quando estariam presentes todos os elementos da prática de gestão de carteiras disposto no Art. 2º da Instrução CVM nº 306/99.
 - a. entre 27 de junho de 2002 e 19 de dezembro de 2002, quando os investimentos eram realizados de forma motivada e com indicação prévia da FAPEN;
 - b. entre 19 de dezembro de 2002 e 15 de dezembro de 2003, com propostas de investimento parcialmente indicadas, contando somente o ativo a ser adquirido;
 - c. entre 6 de fevereiro de 2004 e 16 de fevereiro de 2007, com a ausência de qualquer indicação para o investimento ou desinvestimento.
17. No entanto, de acordo com o cadastro da CVM, a C&D DTVM teve registro para atuar como administradora de carteiras entre 1º de julho de 1994 e 5 de dezembro de 2005, quando cancelou seu registro. Assim, dessa data em diante, a C&D DTVM exerceu tal função sem autorização.
18. Quanto a Antonio Cherem, de acordo com a CVM, o Recorrente jamais teve autorização para administração de carteira.
19. A respeito da prática de rotação abusiva de carteira, a CVM entendeu estar configurada a infração com base em três elementos:
 - a. existência de autorização (expressa ou tácita) para efetuar a compra e venda de valores e títulos por conta do cliente;
 - b. realização de um número excessivo de transações por conta do cliente;
 - c. produção de volume descomedido de despesas de intermediação.
20. O primeiro elemento foi demonstrado anteriormente, com a configuração do exercício irregular de administração de carteiras.
21. Já o segundo, foi medido de acordo com os parâmetros criados pela CVM e pela BSM para avaliar o mercado brasileiro. Conforme se observa às fls. 3.247, em 2006, por exemplo, enquanto um Fundo de Investimento em Ações com perfil agressivo tinha taxa de giro de carteira de 14,1 (quatorze inteiros e um décimo), a carteira da FAPEN apresentou taxa de giro de 70,9 (setenta inteiros e nove décimos). A taxa de giro representa o número de vezes que a carteira foi renovada no período considerado, sendo, no presente caso, o ano de 2006.
22. Quanto ao terceiro elemento, constatou-se que, no período entre 31 de maio de 2002 a 26 de dezembro 2007, R\$ 1.650.615,65 (um milhão, seiscentos e cinquenta mil, seiscentos e quinze reais e sessenta e cinco centavos) foram pagos a título de despesas de intermediação e emolumentos. De tal forma, os pagamentos realizados para a C&D DTVM seriam equivalente a 55% (cinquenta e cinco por cento) do aporte inicial realizado, o qual somou dos R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais) investidos pelo FAPEN.

V. Defesa

23. Em 26 de agosto de 2013, os Recorrentes foram intimados a apresentar defesa em 30 (trinta) dias (fls. 3.273 e 3.274) e, em 13 de setembro do mesmo ano, solicitaram a prorrogação do prazo para apresentação de defesa por mais 30 (trinta) dias (fls. 3.305 a 3.308).
24. Concedida a prorrogação, em 24 de outubro de 2013, os Recorrentes apresentaram suas defesas, requerendo a absolvição e o reconhecimento da improcedência das acusações, com base nos seguintes argumentos (fls. 3.315 a 3.348):
 - a. nulidade do processo administrativo, pois seu início se deu através de uma denúncia anônima, a qual expressamente informou que *"não foi possível obter um conjunto sério, convergente e definitivo de elementos capazes de ensejar a conclusão de que tenha ocorrido a manipulação da especificação de negócios intermediados pela C&D DTVM com o fim de proporcionar a Antônio Cherem os melhores negócios, em detrimento do FAPEN"*, razão pela qual não restaria outro caminho à acusação que não o arquivamento puro e simples do processo;
 - b. nulidade do termo de declarações de Antônio Cherem, lavrado em 14 de maio de 2012 (fls. 1.036 a 1.040), considerando que o Recorrente foi intimado a prestar esclarecimentos na condição de investidor pessoa física e não como representante legal da C&D DTVM, com a finalidade de apurar eventuais irregularidades em negócios com ações de companhias abertas, envolvendo o FAPEN como contraparte, não tendo acesso prévio aos autos referentes à investigação da C&D DTVM;
 - c. a ausência da oitiva do Sr. Evaldo Pissaia, o qual emanava as ordens em nome do FAPEN, na figura de Diretor Geral e Representante legal, era de tal maneira fundamental para compreensão dos fatos, que cercearia o direito dos Recorrentes à ampla defesa e ao contraditório;
 - d. a acusação inicial não se referiu, originalmente, à atividade de administração irregular de carteira de valores mobiliários e à prática de rotação abusiva de carteira por parte dos Recorrentes em relação ao seu cliente FAPEN, configurando o rotação abusiva de carteira como operação fraudulenta, de modo que este processo deveria ser considerado nulo;
 - e. as ordens para compra e venda de ativos sempre foram formuladas em estrita observância ao previsto nos contratos, considerando a possibilidade de ordem verbal por parte do FAPEN à C&D DTVM (sempre formuladas pelo diretor presidente do FAPEN) e também as confirmações escritas recebidas pela C&D DTVM e juntadas aos autos;
 - f. com relação ao contrato inicial, não pode ser imputada à C&D DTVM a responsabilidade por falta de formalização dos procedimentos internos do FAPEN para emissão das ordens de compra e/ou venda de ativos (especialmente no tocante à constituição e correto andamento das reuniões do Comitê de Investimentos do FAPEN), considerando que estas foram, sempre, emitidas pelo Diretor Geral do

FAPEN;

- g. com relação ao contrato de 2002 entre a FAPEN e a C&D DTVM, não existe qualquer previsão que obrigue a C&D DTVM a observar qualquer procedimento adicional, sendo que o Diretor Geral do FAPEN sempre emitiu e confirmou todas as ordens de compra e/ou venda de ativos;
- h. com relação ao Contrato de 2004 entre a FAPEN e a C&D DTVM, na mesma linha do contrato de 2002, não existem obrigações específicas da C&D DTVM que a obriguem a seguir procedimentos específicos de compra e venda de ativos, sendo que o Diretor Geral do FAPEN sempre esteve absolutamente ciente e autorizou a realização de todas as operações;
- i. nunca houve um único ofício ou comunicado do FAPEN questionando a C&D DTVM acerca dos investimentos efetuados ou sobre a composição de carteira;
- j. nunca houve qualquer manifestação do FAPEN quanto à forma de cumprimento dos contratos. Ademais, o FAPEN não ventilou a possibilidade de resilição unilateral e imotivada do contrato, que vigorava por prazo indeterminado;
- k. Antonio Peixoto Cherem não atuava diretamente na compra e/ou venda de ativos integrantes da carteira do FAPEN, mas apenas intermediava o cumprimento das ordens emitidas pelo FAPEN, na pessoa do Sr. Evaldo Pissaia. A mesa de operações da C&D DTVM é o órgão que efetivamente cumpre as ordens dos seus clientes e, por isso, é certo que não há que se falar em qualquer responsabilidade de Antonio Peixoto Cherem nesse sentido;
- l. em relação à prática de rotação abusiva de carteira, (i) importa destacar que o FAPEN é investidor qualificado e sempre emitiu as respectivas ordens e autorizações para que a C&D atuasse como seu intermediário na compra e venda de ativos de sua carteira; e, (ii) o FAPEN sempre foi informado de todas operações realizadas em sua carteira, mediante sua autorização, sendo possível identificar, desde que analisadas as informações prestadas pela C&D, qual seria a atual situação dos investimentos;
- m. a acusação não se desincumbiu do ônus de demonstrar a irregularidade da conduta dos Defendentes, já que as ordens de compra e venda emanavam do próprio FAPEN, por seu Diretor Geral. Tais ordens contavam com autorização em nome do Comitê de Investimentos do FAPEN, devidamente assinadas pelo diretor geral do FAPEN (conforme informação constante às fls. 3.215 dos autos);
- n. não há fundamento para afirmar que os Defendentes exerciam a gestão discricionária da carteira de ações do FAPEN;
- o. quanto à prática de rotação abusiva de carteira, não se configura o giro excessivo e irregular da carteira quando esta é gerida por seu titular, o FAPEN, que recebia tempestivamente toda a documentação referente às suas operações, as quais seriam, segundo os Recorrentes, as seguintes: (i) Notas de Corretagem, (ii) ANAs e (iii) Relatórios de Custódia.

VI. Decisão de 1ª Instância

25. Em 27 de maio de 2014, a CVM decidiu que restaram caracterizada as infrações cometidas pelos Recorrentes e determinou a aplicação das seguintes penalidades:
- a. multa no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) à C&D DTVM pelo exercício irregular de administração de carteira de valores mobiliários no período de 5 de dezembro de 2005 a 26 de dezembro de 2007, em infração ao art. 23, da Lei nº 6.385/76, c.c.; o art. 3º da ICVM 306/99;
 - b. multa no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) ao Sr. Antônio Peixoto Cherem pelo exercício irregular de administração de carteira de valores mobiliários no período de 5 de dezembro de 2005 a 26 de dezembro de 2007, em infração ao art. 23, da Lei nº 6.385/76, c.c.; o art. 3º da ICVM 306/99;
 - c. multa no valor de R\$ 3.091.327,12 (três milhões, noventa e um mil, trezentos e vinte e sete reais e doze centavos) equivalente a duas vezes o ganho auferido com taxas de corretagem na compra e venda de ativos do FAPEN entre maio de 2002 e dezembro de 2007, na forma da letra "c" do item II, da Instrução CVM nº 8/1979; e
 - d. inabilitação temporária para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam da autorização ou registro na CVM pelo período de 5 (cinco) anos ao Sr. Antônio Peixoto Cherem pela prática de operação fraudulenta de maio de 2002 e dezembro de 2007, na forma da letra "c" do item II, da Instrução CVM nº 8/1979 (fls. 3.357 a 3.389).
26. O exercício irregular da administração de carteira ficou caracterizado pela constatação de discricionariedade da C&D DTVM para realizar os investimentos em nome da FAPEN, principalmente, no período em que as propostas de compra e venda partiam unicamente da C&D DTVM e esta última não estava autorizada pela CVM para o exercício de tal atividade após o cancelamento de seu registro em 5 de dezembro de 2005.
27. Sobre a prática de rotação abusiva de carteira, o Colegiado considerou que para sua caracterização é necessária a presença de 4 (quatro) elementos:
- a. compra e venda intensa de ações;
 - b. não atendimento ao interesse do cliente;
 - c. geração de corretagem;
 - d. benefício para a corretora, distribuidora de valores mobiliários ou gestora.
28. A fim de caracterizar o primeiro elemento, em linha com a Área Técnica e os estudos realizados pela BSM, o Colegiado utilizou dois indicadores:

"(i) a taxa de giro da carteira, que é o método mais comum para se determinar a negociação excessiva. Este indicador representa o número de vezes que a carteira foi renovada no período considerado, sendo comum o uso desta taxa anualizada.

(ii) a taxa de despesa complementa a taxa de giro, medindo as despesas de negociação. Este indicador é calculado dividindo-se as despesas de negociações pelo patrimônio líquido médio da carteira.

Essa taxa é usualmente calculada de forma anualizada”.

29. De acordo com o relatório de rotação abusiva de carteira da BSM, taxas de giro “superiores a 8 são consideradas conclusivas ou altamente prováveis da prática de churning, requerendo, entretanto a análise do indicador de cost-equity ratio para corroborar essa conclusão”, bem como taxas de despesas superiores a 21% (vinte e um por cento).
30. Pela FAPEN tratar-se de um regime próprio de previdência social, para o Colegiado da CVM, a grande movimentação da carteira, com a compra de mais de 100 (cem) papéis diferentes não demonstrou nenhuma lógica econômica e atendimento ao interesse da FAPEN.
31. O custo de tal intermediação, ou seja, a corretagem, foi de R\$ 1.545.663,56 (um milhão, quinhentos e quarenta e cinco, seiscentos e sessenta e três reais e cinquenta e seis centavos) durante o período entre 2002 a 2007, equivalentes a 51% (cinquenta e um por cento) dos recursos aportados inicialmente pela FAPEN. Na opinião da CVM, tal valor beneficiou diretamente a C&D DTVM, estando presentes, portanto, os dois últimos elementos para caracterização de rotação abusiva de carteira.
32. Segundo o Colegiado CVM, tal prática corresponderia a irregularidade de gestão fraudulenta, contemplada na alínea “c” do Item III da Instrução CVM nº 08/1979. Configura-se operação fraudulenta quando há: (a) ardil ou artifício, (b) indução ou manutenção de terceiro em erro; (c) intenção de obter vantagem ilícita para si ou terceiros.
33. O ardil no caso concreto seria o giro excessivo da carteira, que não poderia ter sido questionado pela FAPEN, uma vez que essa se encontrava em erro, sem obter informações suficientes para a identificação da prática. Tal conduta, segundo o Colegiado da CVM, com base em seus precedentes, teria mantido em erro os servidores da prefeitura de Campo Largo participantes do FAPEN. Tanto assim que o FAPEN ajuizou uma ação civil pública por dano ao erário público por ato de improbidade administrativa em face de Evaldo Pissaia, C&D DTVM e Antonio Cherem com pedido liminar de indisponibilidade dos bens dos acusados, o qual foi atendido pelo juiz do caso (fls. 1.628-1.660).
34. Por fim, a intenção de obter vantagem ilícita para si seria verificável, no entendimento da CVM, pelas altas despesas de corretagem, que inclusive, aumentaram vertiginosamente – de 8,10% (oito inteiros e dez décimos por cento), em 2002 para 73,3% (setenta e três inteiros e três por cento), em 2006.
35. Considerando a gravidade das condutas apuradas e das respectivas infrações, por fim, a CVM determinou a comunicação da presente decisão à Secretaria de Políticas de Previdência Social do Ministério de Previdência e Assistência Social – MPAS e ao Ministério Público Federal no Estado do Paraná.

VII. Recurso

36. Em 16 de julho de 2014, os Recorrentes foram intimados da decisão da CVM para apresentação de recurso em 30 (trinta) dias (fls. 3.393 a 3.396).
37. Em 14 de agosto de 2014, tempestivamente, os Recorrentes apresentaram recurso requerendo o arquivamento do processo e, subsidiariamente, a anulação da decisão da CVM, ou a reformulação da sentença para seu arquivamento, ou ainda, a redução das penalidades aplicadas, argumentando o seguinte (fls. 4.840 a 5.108):
 - a. a ocorrência de prescrição ordinária, uma vez que os fatos ocorreram até 2007 e o relatório final do inquérito administrativo foi concluído apenas em 2 de agosto de 2013, mais de 5 (cinco) anos após os fatos;
 - b. além das nulidades apresentadas na defesa, este processo também seria nulo pelo cerceamento de defesa, ao ter sido negada a produção de toda prova admitida em direito, inclusive testemunhal e documental e o processo foi remetido para julgamento sem oportunizar a defesa de produzir provas indispensáveis, tal como os depoimentos dos Recorrentes e de Evaldo Pissaia;
 - c. impossibilidade fática da ocorrência de rotação abusiva de carteira, pela ausência dos requisitos descritos na Instrução CVM nº 08/79, bem como a inexistência de prova que caracterizasse culpa ou dolo, sendo a decisão condenatória baseada apenas em indícios;
 - d. a C&D CTVM não realizada a gestão da carteira da FAPEN, uma vez que a primeira ordem de investimento foi anterior à data do depósito dos R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais);
 - e. os contratos de prestação de serviço celebrados pela C&D DTVM e Evaldo Pissaia que tinham como objeto da atividade de administração e carteiras não chegaram a ser executados;
 - f. inexistiu autorização da FAPEN para que a C&D desse ordens por sua conta;
 - g. as ordens de compra e venda de valores mobiliários sempre foram dadas pela FAPEN;
 - h. conforme ficou provado nos autos, a FAPEN dava as ordens e recebia as notas de corretagem, quando as confirmava a ordem dada, posteriormente;
 - i. a decisão da CVM imputou à C&D DTVM responsabilidades contratuais pelas quais jamais foi contratada;
 - j. a FAPEN tem natureza de Regime Próprio de Previdência Social – RPPS e, de acordo com a Instrução CVM nº 409/2004, é investidor qualificado, de modo que tem amplo conhecimento do mercado e condições de analisar a conduta dos seus investimentos;
 - k. Antonio Cherem celebrou os contratos com a FAPEN como administrador da C&D DTVM, de modo que seria indevida a imputação de responsabilidade pela administração da carteira na pessoa física;
 - l. as ordens emanadas pela FAPEN eram executadas pela mesa de operações, jamais por Antonio Cherem, que também não exerceu a atividade de administrador de carteiras, uma vez que não possuía autorização para tanto;
 - m. jamais a FAPEN solicitou à C&D DTVM esclarecimentos ou requisitando informações;
 - n. uma vez que Edvaldo Pissaia possuía poderes para responder sozinho pela FAPEN, não cabia à C&D DTVM questionar os procedimentos internos adotados pela FAPEN e sua representatividade;
 - o. a decisão da CVM baseia-se apenas em indícios determinar a culpa da C&D DTVM e condená-la, quando, na verdade, sua inocência deveria ser presumida;

- p. em precedentes muito mais graves a CVM aplicou penalidades mais brandas; e
q. os Recorrentes têm bons antecedentes e são primários, de modo que a decisão da CVM desconsiderou os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade.

VIII. Remessa ao CRSFN

38. Em 3 de setembro de 2014, o presente Recurso foi autuado neste CRSFN (fls. 5121). Em 29 de fevereiro de 2016, nos termos dos Art. 49 e 50 do Novo Regimento do CRSFN (Portaria Ministério da Fazenda nº 68/2016), a Procuradoria Geral da Fazenda Nacional ("PGFN") enviou-o à Secretaria do CRSFN (fls. 5.216) que, em 29 de março de 2016, após sorteio, providenciou sua distribuição para mim, na 389ª sessão de julgamento (fls. 5.217).

IX. Parecer PGFN

39. Em 23 de junho de 2016, nos termos do Art. 15, I da Portaria do Ministério da Fazenda nº 68/2016, requeri o parecer escrito à PGFN, que em 1º de setembro de 2016, restituiu-o a mim, opinando pelo não provimento ao recurso, afastando as preliminares arguidas pelos Recorrentes e corroborando com os argumentos explorados pelo Colegiado da CVM.

É o relatório.

Carlos Portugal Gouvêa - Conselheiro relator.

(*) Relatório retificado a fim de alterar a expressão "turbilhonamento de valores mobiliários" por "rotação abusiva de carteira".



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 16/11/2017, às 17:54, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0124352** e o código CRC **C19FAAFC**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 14035

Processo 10372.000131/2016-98

Processo na primeira instância CVM IA2010/24

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: ANTÔNIO PEIXOTO CHEREM
C & D DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS DE VALORES MOBILIÁRIOS S.A.

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA

EMENTA: RECURSO VOLUNTÁRIO. Administração irregular de carteira e operações fraudulentas. Rotação abusiva de carteiras de valores mobiliários - "churning". Infrações configuradas. Provimento parcial. Multa e inabilitação temporária para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam da autorização ou registro na CVM.

VOTO DO RELATOR

1. Relatados os fatos, passo ao voto. Trata-se de recurso voluntário interposto pelos Recorrentes a fim de afastar e, subsidiariamente, reduzir a aplicação das multas e das inabilitações impostas pela CVM pela prática de administração irregular de carteira e de operações fraudulentas.

2. Preliminarmente, os Recorrentes alegaram a prescrição ordinária do processo e sua nulidade (a) pelas penas terem sido aplicadas por irregularidades que extrapolavam a investigação, quando instaurada; (b) pela afronta à ampla defesa e ao contraditório; e (c) pela irregularidade da instrução processual.

3. A respeito da prescrição, alegam os Recorrentes que os fatos ocorreram entre 2002 e 2007 e apenas em 2013 a CVM concluiu suas investigações, elaborando o relatório do inquérito administrativo, acusando os Recorrentes das irregularidades ora julgadas.

4. De acordo com o Art. 2º, II da Lei nº 9.873/1999, qualquer ato inequívoco que importe apuração do fato interrompe a prescrição ordinária prevista no Art. 1º. Observa-se no presente recursos que logo após o recebimento da denúncia anônima, a CVM já requereu junto à Bovespa as informações para iniciar a apuração dos fatos avaliados neste Recurso em 8 de novembro de 2007 (fl. 23). Ou seja, considerando-se que os fatos apurados com relação à prática de gestão irregular de carteira transcorreram entre 5 de dezembro de 2005 e 26 de dezembro de 2007, não se identifica qualquer prescrição ordinária. Já com relação à prática de rotação abusiva de carteira, o que se identifica é que as operações investigadas se iniciaram em maio de 2002 e encerraram-se em dezembro de 2007. De tal forma, entendendo-se que o primeiro ato inequívoco de apuração ocorreu em 8 de novembro de 2007, as práticas ocorridas entre maio de 2002 e 8 de novembro de 2002 estariam prescritas. No entanto, observa-se que as condutas aqui consideradas, configuradas como a prática reiterada de compra e venda de valores mobiliários com o único objetivo de gerar tarifas de corretagem, é claramente uma conduta de natureza continuada. A conduta continuada, em âmbito administrativo, configura-se pela necessária repetição dos eventos para sua configuração. É situação diversa, por exemplo, do crime continuado no âmbito penal, que é um benefício dado ao réu que comete diversos atos que, isoladamente, configuram crimes da mesma espécie. No caso administrativo, a conduta se configura pelo próprio conjunto dos atos. Assim, não se identifica a prescrição, pois o Art. 1º da Lei nº 9.873/1999 prevê expressamente que no caso de infração permanente ou continuada, o prazo prescricional conta da data em que a conduta tiver cessado. Como a conduta analisada cessou apenas em dezembro de 2007, em período subsequente ao início dos atos inequívocos de apuração da CVM, não há que se falar em prescrição.

5. Após 2007, observa-se que a CVM atuou ativamente em sua investigação, de modo que não é possível concluir a favor da incidência da prescrição ordinária deste recurso entre 2007 e 2013, considerando-se que foram identificados inúmeros atos inequívocos de apuração de fatos relevantes para o processo, particularmente os atos investigatórios iniciados a partir de 8 de novembro de 2007 (fl. 23) e o relatório de inquérito administrativo, de 30 de setembro de 2010 (fls. 1 a 240). De tal forma, apesar dos fatos investigados terem se iniciado em maio de 2002, não se identifica qualquer evento de prescrição ordinária.

6. Também não se observa neste recurso qualquer lapso temporal de mais de 3 (três) anos sem despacho ou decisão, de modo que resta igualmente afastada a prescrição intercorrente, prevista no Art. 1º-A da Lei nº 9.873/1999.

7. A respeito das nulidades arguidas pelos Recorrentes, siga o entendimento da PGFN de que nenhuma delas estaria configurada.

8. Superadas as preliminares, passo ao mérito. Os Recorrentes são acusados de duas infrações: (a) administração de carteiras irregular, entre 2005 e 2007; e (b) operação fraudulenta, especificamente, rotação abusiva de carteira (*churning*), entre 2002 e 2007.

9. Quanto à primeira irregularidade, parece-me que não há dúvidas a respeito de sua caracterização.

10. Os Recorrentes argumentam exaustivamente em seu recurso que não houve prática de administração de carteiras, uma vez que nos contratos celebrados e efetivamente executados entre FAPEN e C&D DTVM não havia tal obrigação por parte da C&D DTVM. Reforçam, diversas vezes, que todas as ordens foram dadas pela própria FAPEN, jamais por Antônio Cherem.

11. Entretanto, não é isso que os autos evidenciam. Nos contratos celebrados entre C&D DTVM e FAPEN, é nítida a contratação do serviço para gestão de carteira de investimentos. A leitura das primeiras cláusulas do contrato celebrado em 31 de maio de 2002 não deixa dúvidas:

“CLÁUSULA PRIMEIRA: O CONTRATANTE disponibilizará o valor total de R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais) em conta-corrente de sua titularidade nos registros contábeis da CONTRATADA, definindo-se o valor da carteira de investimentos.

CLÁUSULA SEGUNDA: Os valores definidos na Cláusula anterior serão aplicados nos mercados de rendas variável e fixa, tais como:

ações negociadas no mercado acionário (Bolsas de Valores, especialmente na BOVESPA), inclusive no mercado de opções, bem como gestão de todos os contratos necessários para a participação nos mercado mencionado; e

operações com títulos públicos, certificado de depósitos bancários, contratos de swap e quotas de fundos de investimento.

CLÁUSULA TERCEIRA: Fica estabelecido entre as partes que a administração dos recursos referidos na Cláusula Primeira deste Contrato será feita de forma compartilhada entre CONTRATANTE e CONTRATADA.

PARÁGRAFO PRIMEIRO: Para tanto, o CONTRATANTE compromete-se a constituir um comitê de investimento, que terá por atribuições analisar, definir e acompanhar os investimentos a serem realizados pela CONTRATADA”

12. Os Recorrentes argumentam que tal contrato nunca regeu as relações entre C&D DTVM e FAPEN, mas não apresentam qualquer distrato, ou provas para sustentar sua alegação.

13. O depoimento de Antonio Cherem também não contribui para a defesa dos Recorrentes, já que ele próprio confirmou a realização de administração da carteira de investimentos da FAPEN:

“6 - Considerando que o contrato de administração de operação de carteira de investimento em rendas variável e fixa, firmado entre a C&D DVM e a FAPEN, em 31.05.2002 (fls. 919 a 922), estabelecia em sua cláusula terceira, que a administração dos recursos seria feita de forma compartilhada, perguntado como era realizada a administração, a fim de atender a referida cláusula contratual respondeu que fazia a indicação de papéis, com base em um modelo matemático que utilizava, e ainda utiliza, para realizar as sugestões de investimentos aos clientes C&D; após estas indicações, que eram

submetida ao Comitê de Investimentos da FAPEN, na pessoa do Sr. Evaldo Pissaia, então presidente desse instituto, que com base nelas decidia os investimentos a serem feitos para carteira do FAPEN”.

14. As demais provas arrecadadas nos autos também corroboram para demonstrar a efetiva administração de carteira pela C&D DTVM. Como bem expôs o voto do Diretor relator em seus parágrafos 21 e seguintes, a partir de 2002, a FAPEN apenas ratificava os investimentos realizados pela C&D DTVM.

15. Sendo assim, constatado o cancelamento de registro da C&D DTVM em 5 de dezembro de 2005 (fl. 930) e a ausência de autorização de Antônio Cherem, quem na prática realizava a administração da carteira durante todo o período analisado neste recurso, chega-se à nítida conclusão da caracterização de administração irregular de carteira pelos Recorrentes.

16. Frise-se que o fato de Antônio Cherem jamais ter tido autorização para a atividade de administração de carteiras deveria ter sido considerado como irregular durante todo o período abrangido nos autos, como apontado pelo Relatório do inquérito administrativo e não apenas a partir de 2005, quando a C&D DTVM cancelou seu registro, como fez o Colegiado da CVM.

17. Além da administração irregular de carteira, os Recorrentes também foram condenados pela prática de operações fraudulentas, ao movimentarem excessivamente a carteira de investimentos, a despeito do interesse da FAPEN, a fim de gerar taxas excessivas de corretagem.

18. A exaustiva investigação realizada pela CVM trouxe aos autos um robusto conjunto de provas que demonstram a prática de tal irregularidade.

19. A prática de operações fraudulentas é vedada pela Instrução CVM nº 08/79 nos seguintes termos:

“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:

operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil 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;”

20. Portanto, como bem expôs o voto do Diretor relator, para configuração de tal infração são necessários três elementos: (a) a utilização de ardil ou artifício; (b) a manutenção de terceiros em erro; e (c) a finalidade de obter vantagem ilícita.

21. O ardil ou artifício utilizado pelos Recorrentes neste caso foi a prática descrita no direito estrangeiro como rotação abusiva de carteira, isto é, a realização de um número de negociações excessivo por um intermediário, que não estejam de acordo com os interesses do cliente, mas que tenham como objetivo principal gerar uma remuneração para o intermediário. Não se pode deixar de notar que a CVM em toda a sua análise deixou de buscar definir tal prática com base na língua portuguesa, fazendo extenso e excessivo uso da língua inglesa, o que é reprovável, considerando-se o dever dos órgãos públicos brasileiros de utilizar a língua oficial da República Federativa do Brasil, que é o português. Considerando-se a inexistência de jurisprudência ou regulação específica sobre a matéria, que possam servir de base para uma tradução, neste voto vou adotar o termo que representa uma tradução mais fiel do sentido do termo “*churning*” na língua inglesa. Tal termo, em sua língua de origem, faz referência a formação de redemoinhos em águas marítimas, ou o processo de preparação de derivados de leite batendo-os em tachos. De tal forma, adotarei a referência a tal prática ilegal como a de criação de uma rotação abusiva de carteira de valores mobiliários.

22. De acordo com a BSM, em seu profundo estudo a respeito da prática da rotação abusiva de carteira, para configuração de tal infração é preciso que: (a) haja controle direto ou indireto pelo agente infrator da conta do cliente; e (b) haja um volume de negociações exagerado, que gere custos para o cliente e receita para o intermediário.

23. Para o Colegiado da CVM, a prática de rotação abusiva de carteira também pressupõe o não atendimento ao interesse do cliente.

24. Diante de tais parâmetros, a análise da ocorrência da administração irregular de carteira não deixou dúvidas de que a C&D DTVM tinha controle sobre a carteira da FAPEN. Se em um primeiro momento, tal controle não era absoluto, a partir de 2002, percebe-se que progressivamente, a C&D DTVM conquista sua discricionariedade, a ponto de extrapolar o mandato para compra de cerca de 7 (sete) papéis e terminar por realizar a compra de cerca de 100 (cem) papéis diferentes.

25. Sobre o volume de negociações a fim de gerar taxas de corretagem, também não restam dúvidas. Antes de ater-se aos indicadores objetivos, o mero fato de a FAPEN ter pago mais de 50% (cinquenta por cento) do valor aportado para investimentos no mercado de capitais em taxas de corretagem já chama atenção de que algo não está compreendendo no padrão esperado de operações.

26. Quando se analisam os parâmetros de taxa giro da carteira e taxa de despesa e observa-se que a partir de 2002, a FAPEN apresentou índices muito acima do normal, temos a prova cabal da prática de rotação abusiva de carteira. Conforme o relatório do inquérito administrativo, até 2002, a taxa de giro da carteira da FAPEN era até abaixo do normal. A partir de 2003, no entanto, a taxa começa a apresentar as discrepâncias: o parâmetro de comparação elaborado pela CVM, a partir dos FIA – fundos com maior potencial de giro da carteira – era 12,9 (doze inteiros e nove décimos) e a FAPEN apresentou 21,7 (vinte um inteiros e sete décimos). Tal discrepância se agravou ao longo dos anos, chegando a 70,9 (setenta inteiros e nove décimos) da FAPEN frente a 14,1 (quatorze inteiros e um décimo) de parâmetros de comparação, em 2006.

27. A respeito da taxa de despesa, observa-se resultado semelhante. Entre 2005, os curtos representaram 21,3% (vinte e um inteiros e três décimos por cento) frente ao indicador de 11,9% (onze inteiros e nove por cento) e, em 2006, a discrepância foi entre a taxa da FAPEN de 38,3% (trinta e oito inteiros e três décimos por cento) e o indicador de 4,5% (quatro inteiros e cinco décimos por cento) (fl. 3.247).

Tabela 15

	giro da carteira Fapen	indicador (parâmetro)*		custos de negociação Fapen	indicador (parâmetro)*
	$(c+v)/carteira2$	$(c+v)/carteira$	$(c+v)/pi$	$custos(vendas)/carteira2$	$custos(vendas)/carteira$
2002	7,5	-	26,0	3,5%	-
2003	27,9	-	12,9	15,1%	-
2004	21,7	-	19,4	12,4%	-
2005	37,1	17,2	17,7	21,3%	11,9%
2006	70,9	12,3	14,1	38,3%	4,5%
2007	1,7	13,5	14,9	1,3%	4,1%

28. Portanto, não restam dúvidas a respeito do alto giro da carteira da FAPEN, sem propósito econômico e de forma divergente do interesse da FAPEN.

29. Quanto aos demais elementos para confirmar a prática de operações fraudulentas pelos Recorrentes acima exposta, como bem asseverou o Colegiado da CVM, neste caso, o cliente lesado pela prática de rotação abusiva de carteira era um RPPS, isso é, entidade de previdência complementar que reúne recurso de terceiros, neste caso, os servidores da prefeitura de Campo Largo, para garantir-lhes complementaridade da aposentadoria ou pensão. Assim, os administradores do FAPEN respondem por recursos de terceiro, e não pelos seus próprios, de modo que para descaracterizar a manutenção do cliente em erro, era preciso ter demonstrado que os servidores da prefeitura de Campo Largo, os efetivamente titulares dos recursos investidos, tinham ciência a respeito do giro excessivo das carteiras de investimento, o que não foi feito.

30. Quando os Recorrentes argumentam em seu recurso que a FAPEN, por ser um RPPS, seria um investidor qualificado e, portanto, apto para avaliar seus investimentos, sem ajuda de um gestor, a defesa ignora os reais titulares dos recursos aportados.

31. Sobre o último elemento para caracterização da irregularidade, diversas provas trazidas aos autos demonstram a clara intenção dos Recorrentes de auferir vantagem ilícita a partir da prática de rotação abusiva de carteira. Ressalta-se aqui o segundo critério adotado pela BSM, e reiterado pelos estudos realizados pela CVM e pelo próprio voto do relator, de que estaria configurada a prática de rotação de carteira caso, conforme indicado nos parágrafos 26 e 27 do relatório que acompanha o presente voto, a taxa de despesa supere, em um determinado ano, 21% (vinte e um por cento) do patrimônio líquido médio do cliente. Como se observa pela tabela transcrita acima, tal fato apenas ocorreu nos anos de 2005 e 2006.

32. O que se percebe é que a prática de forma absolutamente articulada com a prática de administração irregular de carteira de valores mobiliários. Na verdade, uma prática era dependente da outra. Era somente com base no poder amplo exercido pelos Recorrentes na administração da carteira que se criaram as condições para práticas fraudulentas, no caso, a de criação de rotação abusiva de carteira de valores mobiliários. A prática irregular de administração tornou-se, então, meio para o atingimento da finalidade ilegal de gerar renda para o intermediário ao custo do patrimônio do cliente.

33. A falta de justificativas plausíveis para a realização de tão excessiva negociação, atrelada ao auferimento de R\$ 1.545.663,56 (um milhão, quinhentos e quarenta e cinco, seiscentos e sessenta e três reais e cinquenta e seis centavos) em taxa de corretagem, equivalentes a 51% (cinquenta e um por cento) dos recursos originalmente aportados pela FAPEN, deixa clara a intenção dos Recorrentes.

34. No entanto, é importante manter a fidelidade aos critérios estabelecidos pelo regulador para identificação das práticas fraudulentas, de forma a dar uma clara orientação a todos os agentes do mercado. No caso presente, é forçoso reconhecer que estudos amplos da CVM, complementando estudos anteriores realizados pela BSM, todos em linha com a prática internacional, referendaram parâmetros relevantes de análise. Ademais, os detalhados estudos empíricos realizados pela CVM (fls. 3.132 a 3.140) e pela BSM (fls. 3.141 a 3.164), trouxeram um importante elemento para a presente análise, que é a comparação com situações concretas e efetivamente equivalentes, como a gestão de Fundos de Investimentos em Ações (FIAs).

35. De tal forma, a decisão recorrida da CVM restou contraditória. Por um lado, respaldou a adoção do critério duplo para identificação da prática de rotação abusiva de carteira, qual seja, a combinação de (i) uma taxa de giro de carteira anualizada acima do padrão de mercado e (ii) uma taxa de despesa anualizada acima também dos padrões de mercado, tendo como parâmetro indicativo o índice de 21% (vinte e um por cento). Porém, de outro lado, conforme mencionado acima, é evidente da revisão da tabela que consolida tais critérios, somente nos anos de 2005 e 2006 é possível identificar que a taxa de despesa atingiu níveis, ao mesmo tempo, muito superiores aos parâmetros de mercado identificados e ao critério genérico de 21% (vinte e um por cento).

36. De tal forma, equivocou-se a CVM ao considerar que a prática de rotação abusiva de carteira teria ocorrido durante todo o período analisado, qual seja, de 2002 a 2007. O fato de que, durante todo esse período as taxas de corretagem somaram quase 51% (cinquenta e um por cento) do patrimônio originalmente investido não significa que a prática fraudulenta tenha ocorrido durante todo o período. Como bem demonstrado acima, a prática fraudulenta de rotação abusiva de carteira foi implementada a partir do momento em que os Recorrentes passaram a deter poder de administração quase autônoma da carteira. De tal forma, somente pode ser reconhecida de forma absoluta sua ocorrência entre os anos de 2005 e 2006.

37. Portanto, concluo pelo conhecimento dos recursos, afasto suas alegações preliminares e no mérito dou provimento parcial ao recurso voluntário para (i) conservar a decisão tomada pela CVM de condenar os Recorrentes pela prática de administração irregular de carteiras entre 2005 e 2007 e (ii) reformar a condenação pela prática de operações fraudulentas entre 2005 e 2006, e não mais entre 2002 e 2007 como determinado pela decisão recorrida.

38. A respeito da dosimetria das penalidades, concordo com a medida imposta pela CVM quanto à prática de administração irregular de carteiras. A administração de carteiras de modo irregular é infração grave, conforme o Art. 18 da Instrução CVM nº 306/1999 e, neste caso, tal irregularidade é agravada pelo fato de justamente na época em que foi exercida a administração irregular, a prática de rotação abusiva de carteira tomou proporções escabrosas, como ficou demonstrado.

39. A respeito da penalidade imputada pela CVM em relação à prática de operações fraudulentas,

especificamente com relação à rotação abusiva de carteira, também entendendo proporcional o valor da multa de 2 (duas) vezes o valor auferido pelos Recorrentes, devendo apenas tal valor ser reduzido para contemplar tão somente os valores auferidos entre 2005 e 2006. Tal penalidade é proporcional ao prejuízo causado ao patrimônio do cliente, destinado a garantir a complementaridade das aposentadorias e pensões dos servidores de Campo Largo. Talvez, caso fosse considerado o dano potencial aos verdadeiros prejudicados, que foram justamente os pensionistas e aposentados, provavelmente se chegaria a conclusão de que a devolução do valor equivalente ao dobro da vantagem econômica irregularmente obtida pelos Recorrentes é até insuficiente. Se existe uma finalidade a ser preservada no funcionamento do mercado de capitais, é sua função de mecanismo de geração de renda para instituições previdenciárias.

40. Também respeita a proporcionalidade a pena de inabilitação temporária para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam da autorização ou registro na CVM pelo período de 5 (cinco) anos imposta ao Sr. Antônio Peixoto Cherm, já que este foi diretamente responsável pela operação fraudulenta que ora se provou, na forma da alínea “c” do inciso II da Instrução CVM nº 8/1979.

41. Diante do exposto, voto:

- a. em relação ao Recorrente **ANTÔNIO PEIXOTO CHEREM**, dar provimento parcial ao recurso voluntário, conservando-se a pena de multa no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) pelo exercício irregular de administração de carteira de valores mobiliários no período de 5 de dezembro de 2005 a 26 de dezembro de 2007; e a pena de inabilitação temporária para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam da autorização ou registro na CVM pelo período de 5 (cinco) anos pela realização de operações fraudulentas, entre 1º de janeiro de 2005 e 31 de dezembro de 2006; e
- b. em relação ao Recorrente **C&D DTVM**, dar provimento parcial ao recurso, conservando-se a pena de multa no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) pelo exercício irregular de administração de carteira de valores mobiliários no período de 5 de dezembro de 2005 a 26 de dezembro de 2007; e aplicando-se a pena de multa no valor equivalente a duas vezes o ganho auferido com taxas de corretagem na compra e venda de ativos do FAPEN entre 1º de janeiro de 2005 e 31 de dezembro de 2006 pela realização de operações fraudulentas, a ser calculada em fase de execução administrativa.

É o voto.

Carlos Portugal Gouvêa – Conselheiro Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 16/11/2017, às 17:53, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0020642** e o código CRC **E9E4D42C**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 14035

Processo 99910372.000002/2016-87

Processo na primeira instância CVM IA2010/24

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: ANTÔNIO PEIXOTO CHEREM
C & D DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS DE VALORES MOBILIÁRIOS S.A.

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

EMENTA: RECURSO VOLUNTÁRIO. Administração irregular de carteira e operações fraudulentas. Churning. Infrações configuradas. Não provimento do recurso. Multa e inabilitação temporária para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam da autorização ou registro na CVM.

DECLARAÇÃO DE VOTO DO CONSELHEIRO THIAGO PAIVA CHAVES

- 1) O Conselheiro Relator, em apertada síntese, deu provimento parcial ao recurso voluntário, conservando a

decisão recorrida no que se refere à prática de administração irregular de carteiras, mas reformando a condenação pela prática de operações fraudulentas apenas entre os anos de 2005 e 2006, e não como estabelecido pelo Colegiado da CVM (entre 2002 e 2007).

2) Assim, o Relator entendeu que houve a prática de *churning* apenas em um determinado período dos fatos investigados. Para tal conclusão, argumentou que a CVM adotou para a verificação da prática de *churning* a combinação de dois critérios: (i) taxa de giro de carteira e (ii) taxa de despesa da carteira, apontando como parâmetro indicativo o índice de 21%.

3) Entendo que a área técnica da CVM e a própria decisão do Colegiado da Autarquia apresentaram um robusto conjunto de provas que evidenciam a prática de *churning* em todo o período de análise e não apenas em uma parte dele.

4) A taxa parâmetro de despesa da carteira mencionada pelo Relator, índice de 21%, refere-se à taxa apenas citada no relatório da área técnica, decorrente de um estudo elaborado em 2011 pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM), em que aponta que taxa de despesa superior a 21% ao ano seria uma forte evidência da prática de *Churning*.

5) Entretanto, avalio que a área técnica não utilizou em nenhum momento os índices apresentados pelo estudo da BSM. Em realidade, a Assessoria de Análise e Pesquisa da CVM avaliou esse estudo da BSM e forneceu uma nova metodologia de análise, “um estudo mais abrangente sobre os indicadores de caracterização da prática de *churning* no Brasil”, como relatado pela própria SPS.

6) Como bem apontou a decisão recorrida, ficou evidenciado pelos autos do processo que houve *churning* em todo o período, vez que os elementos para a sua caracterização estão presentes, sendo eles: compra e venda intensa de ações sem atender ao interesse do cliente, gerando assim corretagem em benefício da corretora ou do gestor.

7) A taxa de despesa da carteira do Fundo apresentada pela área técnica da CVM foi apenas mais um dos elementos de prova trazidos aos autos, sendo um complemento à taxa de giro da carteira. Sendo a taxa de despesa um elemento suficiente e não necessário para a caracterização de *churning*, muito embora as taxas apresentadas pelo Fundo superarem em muito os indicadores desenvolvidos pela área de Pesquisa da CVM. Mesmo que se considere o índice de 21% apresentado pela BSM, constata-se pela Tabela 14 do relatório de análise que não apenas entre os anos de 2005 e 2006 as taxas de despesas do Fundo ultrapassaram esse índice de referência.

8) A fraude é extremamente grave e foi bem comprovada pela decisão recorrida. Destaco um trecho da mencionada decisão que bem evidencia essa gravidade:

“ 77. Dos documentos constantes dos autos, concluo que ficou claramente demonstrado o giro excessivo da carteira do FAPEN:

i. Entre maio de 2002 e dezembro de 2007, foram efetuadas 4.463 operações de compra e venda de ativos no valor financeiro de R\$ 150 milhões, isto é, 50 vezes o aporte de recursos inicial e único feito pelo FAPEN, de R\$ 3 milhões (fl. 3229);

ii. O custo de intermediação (corretagem) – do qual a C&D era diretamente beneficiária – foi de R\$ 1.545.663,56, isto é, 51,5% do valor dos recursos aportados (...). “

9) Dessa forma, nego provimento ao recurso e acompanho integralmente a decisão de primeira instância.

É o voto.

Thiago Paiva Chaves – Conselheiro.



Documento assinado eletronicamente por **Thiago Paiva Chaves, Conselheiro(a)**, em 04/08/2017, às 10:01, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0048906** e o código CRC **2C043FE6**.



Documento assinado eletronicamente por **Michael George Sawada, Secretário(a) Executivo(a) Adjunto(a)**, em 20/11/2017, às 10:37, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0173407** e o código CRC **B2D32D1B**.