



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003473/2021-21

Reg. Col. 2386/21

Acusado: Francisco Frauendorf
Assunto: Atuação irregular como agente autônomo de investimento e outras alegadas irregularidades, em infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976, ao art. 2º da Instrução CVM nº 306/1999, ao art. 2º da Instrução CVM nº 558/2015, ao art. 13, incisos IV, VII e VIII, da Instrução CVM nº 497/2011, e item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.

Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação”) em face de Francisco Frauendorf (“Acusado”), agente autônomo de investimento¹, para apurar responsabilidades por, no período de 31.07.2015 a 16.03.2016, alegadamente, ter: (i) exercido irregularmente a atividade de administrador de carteira de valores mobiliários (“Carteira”), em infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976², ao art. 2º da Instrução CVM (“ICVM”) nº 306/1999³ (para fatos até 03.01.2016)⁴, ao art. 2º da ICVM nº 558/2015⁵ (para fatos a partir de 04.01.2016) e ao art. 13, IV, da ICVM nº 497/2011⁶; (ii) utilizado senhas ou assinaturas eletrônicas de uso exclusivo de clientes para transmissão de ordens em sistema eletrônico, em infração ao art. 13, VII, da ICVM nº 497/2011⁷; (iii) confeccionado e enviado, a investidores, extrato de operações, por duas vezes, em 11.03.2016

¹ Neste relatório, será mantida a nomenclatura “agente autônomo de investimento” utilizada na acusação, por ser a que se utilizava à época dos fatos. Após as alterações promovidas pela Lei nº 14.317/2022 na Lei nº 6.385/1976, esses participantes de mercado passaram a ser denominados “assessores de investimentos”.

² Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão.

³ Art. 2º A administração de carteira de valores mobiliários consiste na gestão profissional de recursos ou valores mobiliários, sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor.

⁴ A ICVM nº 306/1999 foi revogada e substituída pela ICVM nº 558/2015, que entrou em vigor em 04.01.2016, e que, por sua vez, foi revogada e substituída pela Resolução CVM (“RCVM”) nº 21/2021.

⁵ Art. 2º. A administração de carteiras de valores mobiliários é atividade privativa de pessoa autorizada pela CVM.

⁶ Art. 13. É vedado ao agente autônomo de investimento ou à pessoa jurídica constituída na forma do art. 2º: (...) IV - contratar com clientes ou realizar, ainda que a título gratuito, serviços de administração de carteira de valores mobiliários, consultoria ou análise de valores mobiliários.

A ICVM nº 497/2011 foi revogada e substituída pela RCVM nº 16/2021.

⁷ Art. 13. É vedado ao agente autônomo de investimento (...): (...) VII - usar senhas ou assinaturas eletrônicas de uso exclusivo do cliente para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico.



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

e 15.03.2016, em infração ao art. 13, VIII, da ICVM nº 497/2011⁸; e (iv) realizado negociações de forma excessiva, com o objetivo de gerar receitas de corretagem e comissões para si ou para outrem (infração denominada “*churning*”), em infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979⁹.

2. O PAS teve origem em irregularidades identificadas nos trabalhos de análise dos elementos contidos no Processo Administrativo (“PA”) CVM nº SP 2016-331¹⁰, instaurado pela SMI a partir de reclamação (“Reclamação”) feita pelos investidores M.A.B.P. e S.M.O. (em conjunto, “Reclamantes” ou “Investidores”), à CVM, em 11.08.2016¹¹, bem como no PA CVM nº 19957.004377/2017-13. Esse último teve como objeto o recurso interposto pelos Investidores contra decisão da BSM Supervisão de Mercados (“BSM”), que julgou improcedente o pedido de ressarcimento feito no processo movido no âmbito do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos nº 499/2016 (“MRP nº 499/2016”)¹², quanto ao qual o Colegiado da CVM, em 04.02.2020, deu provimento parcial¹³, em favor da indenização de prejuízos sofridos pelos Investidores, até o limite da cobertura prevista no regulamento do MRP, com a devida correção monetária¹⁴.

3. O Acusado figurou como agente autônomo de investimento (“AAI”) registrado perante a CVM, entre 28.02.2008 e 18.05.2016, e manteve vínculo contratual com a corretora referida neste PAS (“Corretora”) entre 15.12.2015 e 07.04.2016¹⁵.

II. APURAÇÃO DOS FATOS E ACUSAÇÃO

4. O Termo de Acusação (“TA”)¹⁶ veicula proposição da SMI de responsabilização do Acusado, à luz do seu entendimento quanto à existência de elementos suficientes de autoria e materialidade, ao amparo dos elementos de informação reunidos nos autos dos referidos processos

⁸ Art. 13. É vedado ao agente autônomo de investimento (...): (...) VIII - confeccionar e enviar para os clientes extratos contendo informações sobre as operações realizadas ou posições em aberto.

⁹ 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: (...) c) 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.

A ICVM nº 8/1979 foi revogada e substituída pela RCVM nº 62/2022.

¹⁰ Doc. 1281979.

¹¹ Doc. 1281979, neste PAS, correspondente ao Doc. 0579366, fls. 1 a 28, do PA CVM nº SP-2016-331.

¹² Docs. 1282001, 1282006 e 1282009.

¹³ A íntegra da decisão do Colegiado consta da ata da reunião de 04.02.2020, disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200204_R1.html. Na ocasião, o caso retornou com o resultado de diligências solicitadas à SMI pelo Colegiado, em reunião de 11.09.2018, que restituiu o PA CVM nº 19957.004377/2017-13.

¹⁴ Os Investidores solicitaram ressarcimento de R\$ 120.000,00 para cada uma das quatro operações contestadas em seu recurso à CVM, todavia, prevaleceu o entendimento da SMI que as operações realizadas, ainda que ocorridas em datas diferentes, eram parte da mesma conduta, posicionamento que foi acompanhado pelo Colegiado da CVM.

¹⁵ Doc. 0474584.

¹⁶ Doc. 1244675.



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

administrativos. Assim, o relato das razões da Acusação está segregado conforme o apurado no PA CVM nº SP 2016-331 e no PA CVM nº 19957.004377/2017-13.

II.a. PROCESSOS ORIGINÁRIOS

PA CVM nº SP 2016-331

5. O PA CVM nº SP 2016-331 foi instaurado para análise de reclamação de investidores/público em geral e teve como objeto a apuração da Reclamação, de 11.08.2016, em face da Corretora e de Francisco Frauendorf. Os Reclamantes descreveram diversas condutas que teriam resultado em prejuízos em operações cursadas no mercado de valores mobiliários, em alegadas infrações administrativas, destacando que potenciais ilícitos criminais já tinham sido objeto de requerimento de instauração de inquérito perante a autoridade policial competente.

6. Os elementos principais da Reclamação, descritos no TA, foram, em síntese:

- (a) em maio de 2015, Francisco Frauendorf apresentou aos Reclamantes um plano de investimento no mercado de capitais que consistiria na compra e venda de opções de compra e de opções de venda de ações, por intermédio da Corretora, o qual resultaria na obtenção de rendimento um pouco superior aos de instrumentos de renda fixa;
- (b) os Reclamantes abriram duas contas na Corretora, uma de titularidade de S.M.O. e outra de M.A.B.P., tendo transferido R\$ 740.792,00 e R\$ 1.306.483,00, respectivamente;
- (c) os Reclamantes também disponibilizaram a Francisco Frauendorf a senha de acesso a tais contas, uma vez que o Acusado teria explicado que utilizar a senha do *home broker* dos clientes era uma praxe comum quanto aos clientes com maior capital investido;
- (d) o Acusado teria prometido executar operações de renda fixa com estratégia de opções (de compra e venda) de ações, sendo o limite de perda de 3% e o de ganho de 10% por operação, enviando mensagens para os Investidores com explicações, sendo que a conta de M.A.B.P. seria utilizada para manter investimentos em renda fixa;
- (e) em outubro de 2015, estranhando a ausência de comunicações por parte do Acusado e considerando seu desconhecimento de operações de mercado, os Reclamantes consultaram o extrato das referidas contas e descobriram que Francisco Frauendorf havia perdido aproximadamente R\$ 200.000,00;
- (f) após insistência dos Reclamantes, o Acusado teria esclarecido que “*com a queda da bolsa da China, o mercado brasileiro estava ameaçando cair abaixo de 40.000 pontos, por isso entendeu por bem e sem prévio aviso e comunicação finalizar as operações para evitar maiores prejuízos*”; tendo apresentado um pedido de desculpas e solicitado uma nova “chance” para recuperar o referido prejuízo;
- (g) os Reclamantes, em 04.12.2015, decidiram retirar R\$ 2.020.000,00, que foram aplicados na conta de M.A.B.P. na Corretora, mas, atendendo a um “último pedido” de Francisco



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

Frauendorf, deixaram R\$ 50.782,00 na conta de S.M.O. para que ele pudesse recuperar o valor perdido, por meio de negociações de pequeno valor, inclusive mediante promessa do então AAI de disponibilizar seu apartamento para “saldar o prejuízo causado”;

- (h) posteriormente, os Reclamantes efetuaram cadastro em site com informações sobre investimentos, que teria sido sugerido pelo Acusado, que se comprometeu a realizar operações recomendadas pelo portal, tendo então solicitado autorização dos Investidores para voltar a realizar operações de compra e venda de títulos no mercado à vista, o que foi autorizado pelos Investidores até o limite de R\$10.000,00/dia, montante posteriormente elevado, a pedido do AAI, para R\$ 100.000,00/dia, na condição de que as operações fossem realizadas de acordo com as recomendações do citado portal;
- (i) Francisco Frauendorf teria reiniciado as operações em 07.03.2016 e obtido ganhos nos pregões desse dia e dos dias subsequentes (8, 9, 10, 11 e 14), porém, em 15.03.2016, teria alegado que havia perdido montante na ordem de R\$ 70.000,00, mas que tal perda não teria impacto sobre os ganhos anteriores;
- (j) em 16.03.2016, S.M.O. recebeu sete e-mails do Departamento de Risco da Corretora, dentre os quais um em que essa comunicou que procederia liquidação compulsória. Segundo os Reclamantes, até tal data, nunca haviam recebido qualquer comunicação da Corretora, que em nenhum momento interveio, e que arcaram com o ônus de cerca de R\$ 429.000,00 em taxas operacionais e de corretagem; e
- (k) as operações realizadas pelo Acusado teriam sido totalmente distintas das que ele havia informado aos Reclamantes e os valores operados por Francisco Frauendorf, entre 07.03.2016 e 15.03.2016, chegaram a movimentar R\$ 15.582.148,00, em 11.03.2016, e R\$ 20.538.673,00, em 15.03.2016.

7. Na visão dos Investidores, a postura da Corretora teria oscilado entre (i) reconhecer a falha no dever de supervisionar o então AAI por ela contratado; e (ii) sustentar que não tinha responsabilidade pelos prejuízos, que teriam decorrido da entrega ao AAI da senha de acesso de cliente aos sistemas da Corretora. Segundo a Acusação, quando instada a se manifestar no processo, a Corretora manteve esse argumento, alegando que “*verificou que as operações supostamente não autorizadas foram executadas pela própria cliente*” por meio do *home broker*, e que “*a própria cliente confessou que compartilhou esses dados com terceiros*”¹⁷.

8. Após as diligências pertinentes, a SMI tomou conhecimento de que a BSM havia instaurado o Processo Administrativo Disciplinar nº 24/2017 (“PAD BSM nº 24/2017”)¹⁸, em face de Francisco Frauendorf, diante de irregularidades identificadas na análise do pedido formulado pelos

¹⁷ Doc. 0579366, fls. 39 a 41, do PAS CVM nº SP 2016-331 (Doc. 1281979 neste PAS).

¹⁸ Doc. 1030592 do PAS CVM nº SP 2016-331.



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

Investidores no MRP nº 499/2016, de modo que optou-se por aguardar seu desfecho¹⁹.

9. Em 28.02.2018, a BSM acusou Francisco Frauendorf de ter transmitido ordens em nome dos Reclamantes por meio de plataforma de negociação de *home broker* do intermediário, “*de uso exclusivo de cliente final, utilizando senha e assinatura eletrônica dos Reclamantes no período de 31.7.2015 a 16.6.2016*”, conforme o termo de acusação do PAD BSM nº 24/2017²⁰.

10. Em 01.11.2018²¹, a SMI informou à BSM que identificara indícios de giro excessivo na carteira dos investidores (*churning*) e que, por ter verificado que esse ponto não tinha sido abordado no MRP nº 499/2016, nem no PAD BSM nº 24/2017, solicitava, com base no art. 83 da ICVM nº 461/2007, que fossem analisados os negócios realizados para indicar se havia indícios de *churning*, considerando os indicadores de *turnover ratio* e *cost-to-equity ratio*, além das demais considerações de praxe capazes de amparar uma análise conclusiva a respeito²².

11. Em resposta²³, a BSM informou que as negociações em nome de M.A.B.P. não demonstravam volume alavancado de operações nem pagamento de custos excessivos, sem o que não se configuraria *churning*. Já em relação às operações de S.M.O., segundo a BSM:

“Os indicadores de *churning* para as operações em nome de [S.M.O.] demonstram volume alavancado de operações e pagamento de custos excessivos à [Corretora] e ao agente autônomo de investimento Francisco Frauendorf. No entanto, uma vez que a investidora compartilhou suas credenciais de acesso com o agente autônomo de investimento, delegando a ele o poder de comando para realizar operações em seu nome, e como ambos mantiveram diálogos frequentes a respeito das decisões sobre manutenção de tais operações, não há ausência de autorização ou de ciência da investidora (conta capturada), o que descaracteriza a prática de *churning*”.

12. Como consta do TA²⁴, a SMI entendeu que a atuação da BSM, no caso, teria sido insuficiente e, após ter verificado, em pesquisa realizada em 22.04.2021, que o PAD BSM nº 24/2017 constava como “*em andamento*”, com proposta de termo de compromisso em seu âmbito, optou por instaurar o presente PAS, nos termos do artigo 49 da ICVM nº 461/2007²⁵.

¹⁹ O PAD BSM nº 24/2017 só analisou o descumprimento da vedação contida no art. 13, VII, da ICVM nº 497/2011.

²⁰ Doc. 1030592 do PAS CVM nº SP 2016-331.

²¹ O questionamento cumpriu determinação do Colegiado da CVM, em análise do PA CVM nº 19957.004377/2017-13, cujo objeto consistia em recurso dos Reclamantes contra decisão da BSM desfavorável ao pleito de ressarcimento desses investidores pelo MRP. Na ocasião, o referido órgão deliberou pela restituição dos autos à SMI para realização de diligências adicionais (v. ata disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180911_R1.html).

²² Doc. 1030593 do PAS CVM nº SP 2016-331.

²³ Doc. 1030596 do PAS CVM nº SP 2016-331.

²⁴ Doc. 1244675.

²⁵ Art. 49. A violação das normas cuja fiscalização incumba ao Departamento de Auto-Regulação sujeita seus infratores às penalidades previstas em regulamento.

A ICVM nº 461/2007, que foi revogada pela RCVM nº 135/2022, não excluía a possibilidade de a CVM instaurar processo administrativo sobre fatos já apurados no âmbito da autorregulação, apenas estabelecendo algumas regras a serem observadas pela Autarquia para aplicação de penalidades nos casos em que penas já tiverem sido impostas pela



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

PA CVM nº 19957.004377/2017-13

13. Os fatos apurados no PA CVM nº SP 2016-331 também foram trazidos ao conhecimento da CVM pelo Ofício/BSM/SJUR/MRP-0915, de 15.05.2017, que encaminhou recurso interposto pelos Investidores, em 11.05.2017, em face de decisão do Diretor de Autorregulação da BSM que julgou improcedente reclamação por eles apresentada nos termos do MRP nº 499/2016. Assim, em 17.05.2017, a SMI instaurou o PA CVM nº 19957.004377/2017-13²⁶ para análise da decisão que negou tal ressarcimento pleiteado pelos Reclamantes (art. 82, p.ú., da ICVM nº 461/2007)²⁷.

14. Como consta da reclamação ao MRP²⁸, os Investidores entendiam que faziam “*jus, pelo menos, ao ressarcimento dos prejuízos havidos nos dias 11/03, 15/03, 16/03 e 13/04, até o limite, por operação, de R\$ 120.000,00*”, perfazendo o total de R\$ 480.000,00. Segundo alegaram, tal valor, “*nem de longe*”, seria capaz de “*suprir todo o prejuízo financeiro dos Reclamantes mencionado acima de R\$ 2.420.472,43*”, computando-se o valor de “*taxas cobradas no mercado de capitais*”, sendo, apenas, uma diminuição do prejuízo para “*subsistência dos reclamantes*”.

15. Ainda no âmbito do MRP, em 11.11.2016, os Reclamantes informam à BSM que ajuizaram ação judicial com pedido cautelar de arresto²⁹, perante a 3ª Vara Cível da Comarca de São José dos Campos, São Paulo, em face da Corretora e de Francisco Frauendorf, tendo sido deferida, liminarmente, a ordem de bloqueio das contas bancárias do AAI, no valor de R\$ 1.985.472,43.

16. A BSM, na instrução do MRP nº 499/2016, ouviu a Corretora³⁰ que, em sua defesa, assinalou, inicialmente, que os Reclamantes tinham estabelecido relação contratual exclusiva com Francisco Frauendorf, sem o conhecimento da Corretora, relação essa que se formou quando constituíram o AAI como mandatário com amplos poderes de gestão sobre seus recursos, para que fossem investidos no mercado. Para viabilizar esse serviço de gestão, teriam então compartilhado com Francisco Frauendorf suas senhas de acesso ao sistema *home broker* (pessoais e intransferíveis), o que ocorreu igualmente sem o conhecimento da Corretora.

17. Foi aduzido que os Reclamantes e o AAI tinham laços de confiança e amizade que perduraram por cerca de 7 meses, até que, segundo os Investidores, esse teria realizado operações malsucedidas que levaram, então, aos prejuízos. Teria sido a partir dessa “*má execução*” do mandato, que os Investidores teriam ingressado com o pedido de ressarcimento ao MRP e, em

autorregulação, nos termos dos §§ 5º e 6º do referido art. 49.

²⁶ Os autos do PA CVM nº 19957.004377/2017-13 constam dos Docs. 1282001, 1282006 e 1282009 deste PAS.

²⁷ Art. 82. A decisão sobre o pedido de ressarcimento deve ser imediatamente comunicada às partes, contendo, no mínimo: (...) Parágrafo único. O reclamante pode apresentar recurso à CVM da decisão que tiver negado o ressarcimento.

²⁸ Doc. 0280319 do PA CVM nº 19957.004377/2017-13.

²⁹ Processo nº 1026277-95.2016.8.26.0577, do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (“TJSP”).

³⁰ Doc. 0280319, p. 42.



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

paralelo, movido processo judicial em face dos reclamados.

18. A Corretora reconheceu ter o dever de fiscalizar as atividades dos AAIs que atuassem em seu nome, nos termos do art. 17, II, da ICVM nº 497/2011³¹, então vigente, e que falhas nesse dever de fiscalização que acarretassem prejuízo aos investidores acarretariam o dever de responder pelos atos praticados pelo AAI por ela contratado, conforme o disposto no art. 15 da ICVM nº 497/2011³². Todavia, no caso concreto, a instituição afirmou que não foram preenchidos os requisitos para que se caracterizasse sua responsabilidade, quais sejam: (i) falha de seu dever de fiscalização, de modo a permitir alguma irregularidade do AAI; e (ii) nexó de causalidade entre a irregularidade praticada pelo AAI e o prejuízo sofrido pelos investidores.

19. A Corretora defendeu, em síntese, que as alegadas irregularidades que teriam sido praticadas por Francisco Frauendorf, dispostas nos incisos IV e VII do art. 13 da ICVM nº 497/2011, não ocorreram por culpa da Corretora, mas sim da vontade dos Reclamantes, que quiseram que o AAI gerisse sua carteira e entregaram a ele suas senhas, pessoais e intransferíveis.

20. A propósito, a Corretora citou as cláusulas 15.1 e 15.2 do contrato de intermediação assinado pelos Reclamantes, que expressamente estabelecem que o cliente estaria ciente de que a senha de utilização dos sistemas eletrônicos seria de uso exclusivo, pessoal e intransferível³³, de modo que as operações feitas via *home broker* seriam consideradas como efetuadas diretamente pelos clientes. Ou seja, como as operações eram realizadas por este sistema, “*aos olhos da [Corretora]*” estavam sendo conduzidas pelos próprios Reclamantes.

21. A Corretora apontou, ainda, como prova inconteste, a seu ver, de que os Reclamantes estavam dispostos a correr riscos nessas operações, o fato de que, após terem tomado conhecimento de perdas de R\$ 200.000,00, mesmo assim terem seguido dando poderes ao AAI para continuar gerindo seus recursos. A instituição, a fim de corroborar o afirmado quanto a que os Investidores almejavam alta rentabilidade no curto prazo, incorrendo naturalmente em maiores riscos, reproduziu diálogo³⁴ mantido por meio de aplicativo (WhatsApp) entre M.A.B.P. e Francisco Frauendorf, em 27.07.2015, por meio do qual o reclamante pede a opinião do AAI sobre um fundo de investimento que teria apresentado rentabilidade expressiva no ano, sinalizando interesse de operações de alta rentabilidade no curto prazo. Citando decisão do TJ-SP, a Corretora asseverou que quem busca lucro relevante de curto prazo no mercado mobiliário “*sabe que está*

³¹ Art. 17. A instituição integrante do sistema de distribuição deve: (...) II - fiscalizar as atividades dos agentes autônomos de investimento que atuarem em seu nome de modo a garantir o cumprimento do disposto nesta Instrução e nas regras e procedimentos estabelecidos nos termos do inciso I.

³² Art. 15. A instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários responde, perante os clientes e perante quaisquer terceiros, pelos atos praticados por agente autônomo de investimento por ela contratado.

³³ Doc. 0280319, p. 39, do PA CVM nº 19957.004377/2017-13.

³⁴ Doc. 0280319, p. 39, do PA CVM nº 19957.004377/2017-13.



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

*exposto a riscos e não pode alegar surpresa em caso de revés*³⁵.

22. A BSM, por sua vez, em 10.04.2017³⁶, julgou improcedente o pedido dos Reclamantes, por entender não configurada hipótese de ressarcimento pelo MRP (art. 77 da ICVM nº 461/2007)³⁷.

23. A decisão em tela considerou, primeiramente, o parecer da Superintendência Jurídica da BSM (“SJUR”)³⁸ que, ao analisar o mérito da reclamação, concluiu que os prejuízos decorreram exclusivamente de operações realizadas em nome dos Investidores por intermédio do *home broker* e que as evidências trazidas aos autos demonstraram que houve negligência ao transferirem senhas e assinaturas eletrônicas a agente autônomo, não obstante terem ciência de que tais senhas eram de uso exclusivo, pessoal e intransferível, sendo expressamente vedada a entrega a AAIs e a correspondentes bancários e demais prepostos, nos termos da cláusula 17 do contrato de intermediação firmado com a Corretora. Ademais, as comunicações frequentes via WhatsApp entre as partes, anexadas à reclamação³⁹, comprovariam que os Reclamantes tinham plena ciência e consentiam com a administração de suas contas pessoais por terceiro, demonstrando, assim, que tinham conhecimento do mercado e acompanhavam as operações.

24. O Diretor de Autorregulação⁴⁰ da BSM, apoiado no referido relatório da SJUR, entendeu que não se estava diante de um caso que caracterizava hipótese de ressarcimento pelo MRP, e indeferiu o pedido, mas determinou a apuração da irregularidade consistente no uso, pelo AAI, de senha eletrônica de uso exclusivo do cliente para transmissão de ordens por sistema eletrônico, nos termos do inciso VII do art. 13 da ICVM nº 497/2011.

25. No recurso interposto em 11.05.2017, os Reclamantes, além de contestarem a decisão da BSM, questionaram os elevados valores cobrados por conta de taxas de corretagem e de operação cobrados – aproximadamente R\$ 429.000,00 – e aduziram que houve falta de supervisão por parte da Corretora acerca das atividades de seu preposto.

26. Inicialmente, a SMI manifestara⁴¹ opinião pelo indeferimento do recurso, considerando que o fato de os Recorrentes terem fornecido suas senhas ao agente autônomo geraria a presunção de autorização tácita para que esse operasse como seu mandatário. Todavia, a partir de diligências

³⁵ Doc. 0280319, p. 40, do PA CVM nº 19957.004377/2017-13.

³⁶ Doc. 0280319, p. 105, do PA CVM nº 19957.004377/2017-13.

³⁷ Art. 77. A entidade administradora de mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses (...).

³⁸ Doc. 0280319, p. 72-100, do PA CVM nº 19957.004377/2017-13.

³⁹ A SJUR reproduziu os diálogos com o assessor, sobre essas negociações, nas datas de 14.08, 04.09, 24.09, 25.09 e 29.10.2015, bem como em 10 e 11.03.2016.

⁴⁰ Doc. 0280319, p. 101-105, do PA CVM nº 19957.004377/2017-13.

⁴¹ Memorando nº 114/2018-CVM/SMI/GME (Doc. 0583912 do PA CVM nº 19957.004377/2017-13).



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

adicionais determinadas pelo Colegiado, a SMI emitiu nova opinião, pelo provimento parcial do recurso⁴², por entender que o prejuízo sofrido decorrera, na verdade, de ações tomadas pelo AAI, que operava em nome dos Investidores, fazendo uso da senha desses e efetuando operações que geraram custo elevadíssimo, com indícios da ocorrência de *churning*.

27. No caso, entendeu-se que tal atuação do preposto, na verdade, permitia pressupor que esse induzia os Investidores a erro, ficando assim caracterizado onexo causal entre suas ações e o prejuízo por eles sofrido, caracterizada a infiel execução de ordem, hipótese de ressarcimento prevista no inciso I do art. 77 da ICVM 461/2007⁴³. O Colegiado, em linha com a SMI, deliberou pelo provimento parcial do recurso, concedendo-se o ressarcimento dos prejuízos sofridos pelos Reclamantes até o limite da cobertura prevista no regulamento, de R\$120.000,00 (cento e vinte mil reais), porquanto todas as operações realizadas evidenciavam o mesmo nexode causalidade – a infiel execução de ordens pela reclamada, conforme precedente estabelecido pelo Colegiado⁴⁴.

II.b. ALEGADAS INFRAÇÕES

28. Como descrito no Termo de Acusação, a Área Técnica entendeu que o Acusado:

- a) nunca teve registro/autorização para atuar como administrador de Carteira (infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c art. 2º da ICVM nº 558/2015 c/c art. 13, IV, da ICVM nº 497/2011);
- b) recebeu e utilizou senha de investidor (infração ao art. 13, VII, da ICVM nº 497/2011);
- c) confeccionou e enviou para cliente extrato contendo informações sobre as operações realizadas (infração ao art. 13, VIII, da ICVM nº 497/2011); e
- d) realizou negociações excessivamente com o objetivo de gerar receitas de corretagem e comissões para si ou para outrem (“*churning*”) (infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da ICVM nº 8/1979).

29. São relatados, a seguir, de forma detalhada, os elementos levaram às acusações acima e à comunicação ao Ministério Público competente de indícios de crime de ação penal pública.

II.b.1. Administração irregular de carteira de valores mobiliários

30. No que tange à primeira imputação, a SMI apresentou material probatório, incluindo declarações do Acusado em inquérito policial e no PAD BSM nº 24/2017, a corroborar a tese de

⁴² Memorando nº 13/2020-CVM/SMI/GME (Doc. 0922443 do PA CVM nº 19957.004377/2017-13).

⁴³ Art. 77 A entidade administradora de mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses: I - inexecução ou infiel execução de ordens; (...).

⁴⁴ PA CVM nº 19957.004043/2016-69.



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

que Francisco Frauendorf desempenhou a atividade de administração de carteira de valores mobiliários sem o devido registro perante a CVM (pois nunca o teve) e em infração à regra que proibia AAI de contratar com clientes tais serviços, mesmo que a título gratuito.

31. O TA repisou que a atividade de administração de carteira de valores mobiliários é caracterizada quando presentes quatro elementos: (i) a gestão, assim entendida como a liberdade para executar a estratégia de investimento estabelecida e os passos necessários para sua concretização, comunicando-os ao cliente posteriormente; (ii) a realização em caráter profissional, como aquela que se faz por ofício, por profissão e não por simples laço de amizade ou parentesco, tendo caráter contratual, remuneratório e continuado; (iii) a entrega de recursos ao administrador para que este os administre; e (iv) a autorização, expressa ou tácita, para compra ou venda de títulos e valores mobiliários por conta do investidor⁴⁵.

32. Pontuou que Francisco Frauendorf jamais solicitou ou recebeu autorização da CVM para atuar como administrador de carteira de valores mobiliários, sendo possível concluir que o Acusado assim o fez a partir de suas próprias declarações no Inquérito Policial 459/2016⁴⁶ (“Inquérito Policial”), dos quais a área técnica destacou os seguintes trechos:

(i) “[realizou] operações de investimento na forma da legislação e regulamentação em vigor, expressamente autorizadas por eles, inclusive, com a liberação de senha, no âmbito de sua discricionariedade, com plena assunção, por eles, dos riscos, especialmente os de suportar perda financeira em decorrência de liquidação das operações, em face da imprevisibilidade e da volatilidade, próprias do conjunto das operações, à partir de contas mantidas por eles junto à [Corretora]”; (ii) “que sua remuneração na forma da legislação e regulamentação em vigor, era um percentual da taxa gerada pela aplicação dos clientes cadastrados junto à [Corretora]”; (iii) “que operava as senhas de [M.A.B.P. e S.M.O.] livre e espontaneamente fornecida por eles e [M.A.B.P.] acompanhava, diariamente, mediante *log in* todas as operações”; (iv) “que as operações eram sempre autorizadas pelo casal”; (v) “que desde agosto de 2015 fazia as operações para [M.A.B.P. e S.M.O.], sempre autorizado por eles que checavam, diariamente, as operações, e [M.A.B.P.] recebia todas as notas de corretagem e acessava as contas frequentemente”; (vi) “que o declarante decidia o que comprar, porém sempre com o acompanhamento do [M.A.B.P.] e os indicadores de mercado e do site (...)”

33. Segundo a Acusação, as declarações de Francisco Frauendorf no âmbito do PAD BSM nº

⁴⁵ Nesse sentido, são citados os seguintes precedentes do Colegiado: PAS CVM nº SP2014/465, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 06.11.2018; 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.

⁴⁶ Vide fls. 66, do PA CVM nº SP-2016-331, Termo de Declarações I.P. 549/1/2016, Primeiro Distrito Policial de S.J. dos Campos-SP. No PA CVM nº SP-2016-331, o referido termo de declarações corresponde ao Doc. 0579366, o qual foi incorporado neste PAS, no arquivo eletrônico disponível no Doc. 1281979.



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

24/201747 também configuram confissão em relação à referida imputação, tendo o Acusado alegado que os Recorrentes o autorizaram “*livre e espontaneamente, expressamente, no exercício de sua própria discricionariedade, a realizar todas as operações, através do home broker*”.

34. Ademais, para a Acusação, o conjunto de mensagens, escritas e por voz, trocadas entre Francisco Frauendorf e M.A.B.P., corroboradas pelas operações financeiras registradas em nome dos Reclamantes, além dos elementos supracitados, permitiriam verificar a presença do elemento “gestão”, porquanto o AAI teria ampla liberdade, concedida pelos Reclamantes, para escolher o momento de iniciar e encerrar posições de investimentos, os ativos e as quantidades a serem negociadas, bem como a direção (compra ou venda) a ser assumida, sendo que, em diversos momentos, o agente autônomo prestava contas das operações realizadas.

35. Neste sentido, apontou as trocas de mensagens entre Francisco Frauendorf e M.A.B.P.⁴⁸, citadas no TA, referentes aos dias: 14.08.2015 (“ações de emissão do Itaú Unibanco S.A.”); 13.10.2015 (“day trade com opções de compra de ações de emissão do Bradesco”); 14.12.2015 e 15.12.2015 (compra e venda de “opções de compra de ações de emissão do Bradesco S.A.”); e 08.03.2016⁴⁹ (operações com diversos valores mobiliários). Segundo a SMI, todos esses diálogos citavam operações que de fato ocorreram, como corroboram as notas de corretagem dessas datas.

36. Adicionalmente, ainda segundo a Acusação, os demais elementos para caracterização da administração de carteira teriam restado comprovados no caso concreto, nos seguintes termos:

- a) o caráter profissional da gestão, pois o AAI, atuando em nome da Corretora, a partir de vínculo contratual, era remunerado com base na receita auferida pela Corretora com a taxa de corretagem incidente sobre os negócios intermediados para os clientes atendidos⁵⁰; e
- b) os elementos de “entrega de recursos ao administrador para que este os administre” e de “autorização, expressa ou tácita, para compra ou venda de títulos e valores mobiliários” teriam sido demonstrados pelo fato de os Investidores terem fornecido dados de *login* e senha de acesso ao sistema de *home broker* disponibilizado pela Corretora, bem como pelo acompanhamento constante por parte de M.A.B.P. dos referidos investimentos realizados.

II.b.2. Uso de senhas de uso exclusivo do cliente para transmitir ordens em sistema eletrônico

37. Para a Acusação, Francisco Frauendorf também violou o disposto no art. 13, VII, da ICVM

⁴⁷ Cópia do PAD BSM nº 24/2017 foi juntada aos autos do SP-2016-331, no doc. 1030592. O trecho acima referido, registrado às fls. 192-194, consta da resposta encaminhada à BSM, em que ele informa que atuava como AAI cumprindo as orientações dos investidores, juntando mensagens que comprovariam autorização e incentivo desses.

⁴⁸ Doc. 0757114, pasta “anexo III”, arquivo “whatsapp s3”.

⁴⁹ Doc. 0757109, fls. 15, 171, 288 e 289.

⁵⁰ No Doc. 0757109, constante do PA CVM nº 19957.004377/2017-13, consta o arquivo “Defesa_CD.zip”, que apresenta, entre outros documentos, a pasta “Documentos AAI” com o “Contrato de Distribuição e Mediação de Valores Mobiliários” entre a Corretora e o AAI.



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

nº 497/2011, ao utilizar senhas do *home broker* de uso exclusivo dos Reclamantes, prática vedada aos AAI. Além das declarações do Acusado (no Inquérito Policial e no PAD BSM nº 24/2017) e do conjunto de mensagens trocadas entre ele e M.A.B.P. (corroboradas pelas operações feitas), a área técnica considerou, ainda, a resposta do Acusado⁵¹ ao Ofício nº 59/2021/CVM/SMI/GME⁵².

38. Na referida resposta do AAI ao ofício da GME, de 05.03.2021, embora ele afirme nunca ter havido administração irregular das carteiras de valores dos investidores, pois, segundo alegou, “*ambos acompanhavam, controlavam e orientavam, diariamente, as aplicações realizadas*”, o Acusado terminou por corroborar que as operações “*somente agora impugnadas pelos investidores sempre foram realizadas por meio de sua senha de acesso ao sistema home broker, por eles e pelo Agente Autônomo, simultaneamente, em livre regular exercício da discricionariedade e liberalidade deles investidores*”.

39. A SMI considerou, ainda, as declarações de Francisco Frauendorf no âmbito do PAD BSM nº 24/2017, que apurou a mesma infração⁵³.

II.b.3. Confeção e envio para clientes de extrato contendo informações sobre as operações realizadas em seus nomes

40. A SMI apontou, a partir de mensagens de Francisco Frauendorf enviadas pelos Reclamantes⁵⁴, que o Acusado confeccionou e enviou, em duas oportunidades, em 11.03.2016 e 15.03.2016, extratos contendo informações sobre as operações realizadas em nome dos Reclamantes, prática vedada aos AAI pelo art. 13, VIII, da ICVM nº 497/2011.

41. O Acusado, no entendimento da SMI, corroborou tal prática por meio das declarações dadas no âmbito do Inquérito Policial, ao alegar “*a pedido de [M.A.B.P.], que monitorava e acompanhava, diariamente, as operações com mais detalhes, pedia ao declarante que mandasse os resultados, o que optou por fazer através de planilhas*”⁵⁵. Tais planilhas, encaminhadas pelo Acusado a M.A.B.P., continham os valores referentes ao “lucro líquido” obtido nas operações.

II.b.4. Churning

42. A Acusação entendeu que o Acusado negociou excessivamente ativos que compunham a

⁵¹ Doc. 1234595 do PAS CVM nº SP 2016-331.

⁵² Doc. 1211574 do PAS CVM nº SP 2016-331.

⁵³ Em decisão transitada em julgado, no PAD BSM nº 24/2017, o Francisco Frauendorf foi condenado, por infração ao art. 13º, VII, da ICVM nº 497/2011, ao pagamento de multa de R\$200.000,00, em caráter definitivo. A decisão da Instância Recursal do Conselho de Supervisão da BSM está disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2017-24-pad>. Cópia do PAD BSM foi juntada aos autos do PA CVM nº SP-2016-331 (Doc. 1030592), constando também deste PAS (Doc. 1281979).

⁵⁴ Imagens e áudio de Francisco Frauendorf discorrendo acerca das imagens no Doc. 0757114, pasta anexo IV.

⁵⁵ Doc. 0579366, fls. 89 e 90.



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

carteira de investimentos dos Reclamantes, com o propósito de auferir vantagem financeira indevida, consistente em percentual que recebia das receitas de corretagem referentes a esses negócios, em detrimento dos interesses desses clientes.

43. Consoante destacou a área técnica, na peça acusatória, a configuração da prática de *churning*, de acordo com o entendimento consolidado pelos precedentes da CVM⁵⁶, requer que seja demonstrado: (a) o controle que o indivíduo detinha sobre as operações cursadas em nome do investidor; (b) o giro excessivo da carteira de investimentos, à luz do perfil do cliente; e (c) a intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões para si ou para *outrem*.

44. No que se refere ao primeiro requisito, a SMI entendeu que o controle do AAI sobre as carteiras de investimentos dos Reclamantes, no período analisado, restou amplamente comprovado. A descrição da forma de atuação do agente autônomo teria evidenciado que o profissional podia controlar as operações com os valores mobiliários de titularidade dos Investidores, inclusive pelo acesso aos dados de *login* e senhas pessoais dos clientes.

45. No que concerne ao segundo requisito, a BSM, por solicitação da SMI, analisou os negócios mantidos no período, utilizando os indicadores de praxe⁵⁷, e identificou volume alavancado de operações e pagamento de custos excessivos à Corretora e ao AAI no que se refere à carteira de S.M.O.: *turnover ratio* de 84 e *cost-to-equity ratio* de 42%⁵⁸.

46. Os cálculos da BSM foram revisados pela SMI. Como o autorregulador utilizou valores estimados para as despesas de negociação, a Acusação optou por computar os valores efetivos constantes das notas de corretagem juntadas aos autos. Concluiu, assim, que o custo total de negociação foi um pouco menor (R\$ 274.918,85, ao invés de R\$ 297.347,34), levando a um *cost-to-equity ratio* de 62,11%. Quanto ao giro, a SMI também ajustou o indicador para computar o período efetivo das operações (aprox. 7,5 meses), levando a um novo giro da carteira, de 134,42.

47. Diante desses dados, a Acusação concluiu que os indicadores excediam amplamente os parâmetros que são usualmente considerados para concluir pela prática de *churning*, acrescentando, ademais, que, quanto maiores são tais índices, maior valor probatório deve a eles

⁵⁶ Foram citados, p.ex., PAS CVM nº SP2012/480, j. em 06.10.2015, Rel. Dir. Roberto Tadeu; PAS CVM nº RJ2014/12921, j. em 10.02.2017, Rel. Dir. Pablo Renteria; PAS CVM nº 11/2013, j. em 30.01.2018, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez; PAS CVM nº RJ2015/6143, j. em 24.04.2018, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez; PAS CVM nº 22/2013, j. em 18.09.2018, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez; PAS CVM nº SP2014/0465, j. em 06.11.2018, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez.

⁵⁷ Como explanou o TA, dois indicadores financeiros são utilizados para caracterização de *churning*: a taxa de giro da carteira de investimentos (*turnover ratio* – TR) e a razão dos custos de negociação sobre o patrimônio da carteira de investimento (*cost-to-equity ratio* – C/E). O tema é abordado, no mercado brasileiro, pelo Relatório de Análise BSM 001/2011 (Doc. 1244813) e estudo da CVM (Doc. 1244816), usualmente utilizados como referência, em conjunto com os precedentes do Colegiado da Autarquia, já mencionados. Uma síntese das considerações pertinentes a respeito do cálculo de tais índices está apontada no TA (Doc. 1244675, fls. 9-10).

⁵⁸ Esses são os indicadores que constam do Ofício 0294/2019-DAR-BSM, nos autos do PA CVM nº SP-2016-331.



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

ser atribuído, em consonância com entendimento já manifestado pelo Colegiado⁵⁹.

48. No que tange ao requisito de gerar receitas de corretagem e comissões para si ou para *outrem*, a Acusação também concluiu que está presente no caso, uma vez que o AAI percebia percentuais da receita auferida pela Corretora, seja em nome próprio, seja por meio de pessoa jurídica AAI de sua titularidade (“AAI PJ”), conforme contratos firmados com a Corretora⁶⁰.

49. Assim, seguindo precedentes do Colegiado, a Acusação concluiu que a atuação do AAI caracterizou a realização de operação fraudulenta, vedada pelo item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979, considerando as operações realizadas por Francisco Frauendorf, por terem restado presentes os três elementos configuradores da infração:

- (a) a utilização de artilo ou artifício – caracterizado pelo giro excessivo da carteira, sendo que o AAI enviava mensagens para M.A.B.P. com a descrição de operações realizadas, mas sem mencionar os custos que corroíam o valor da carteira de investimentos⁶¹;
- (b) para induzir ou manter terceiros em erro – os Reclamantes acreditaram que os recursos disponibilizados ao Acusado eram administrados dentro de uma estratégia legítima e de boa-fé em que se perseguia a lucratividade nas operações com valores mobiliários; e
- (c) com a finalidade de obter vantagem ilícita de natureza patrimonial – as taxas excessivas de corretagem, que beneficiariam o AAI, conforme apontado em precedente da CVM⁶².

50. Por fim, a Acusação discordou da conclusão da BSM de que o fornecimento do *login* e senha pessoais ao Acusado descaracterizaria a prática de *churning*, entendendo, ao revés, ser “*mais um elemento a demonstrar o abuso da confiança depositada pelos Reclamantes no Acusado*”⁶³.

⁵⁹ PAS CVM nº 11/2013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 30.01.2018.

⁶⁰ V. Anexo 1 (Percentuais de Comissionamento) ao Contrato de Distribuição e Mediação de Valores Mobiliários firmado entre a Corretora e Francisco Frauendorf em 21.10.2014, bem como o Contrato Global de Distribuição e Mediação de Valores Mobiliários para Agentes Autônomos de Investimento e o Contrato Específico de Distribuição e Mediação de Valores Mobiliários para Agentes Autônomos de Investimento, estes estabelecidos entre a Corretora e a AAI PJ do Acusado (Doc. 0757109 (Anexo_1__CD_Defesa) do PA CVM nº 19957.004377-2017-13).

⁶¹ Como ressaltado no TA (fls. 11): “*não se cogita a situação de um investidor que delegaria a gestão de seus recursos se soubesse que a rentabilidade anual teria que ser de 62,11% somente para compensar os custos de negociação. Por mais arrojado e propenso a risco que fosse determinado investidor, soa impensável que ele concordasse com tratamento tão desfavorável e desleal de seus recursos*”.

⁶² PAS CVM nº SP2012/480, j. em 27.10.2014, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, item 36: “*a taxa excessiva de corretagem é a vantagem patrimonial obtida por meio da fraude*”.

⁶³ No PAS CVM nº SP2012/480, j. em 06.10.2015, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, a SMI sustentou que um dos acusados, “*dispondo de controle sobre os recursos do Reclamante, realizou uma quantidade excessiva de operações de compra e venda de valores mobiliários, motivado, certamente, pelo fato de que parcela de sua remuneração estava diretamente relacionada com o total pago a título de corretagem*”. Entendeu o Relator, no que foi acompanhado pelo Colegiado, que o investidor foi mantido em erro pelos acusados, uma vez que, “*por disporem do total controle dos recursos investidos foram capazes de gerar taxas excessivas de corretagem e, por consequência, obterem vantagem patrimonial consistente no recebimento de parcela das taxas, caracterizando a prática de operação fraudulenta, conceituada nos termos do supracitado item II, ‘b’, da Instrução CVM nº 8/79*”.



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

II.b.5 Manifestação Prévia do Acusado

51. Instado a se manifestar sobre as alegadas infrações por meio do Ofício nº 59/2021/CVM/SMI/GME⁶⁴, o Acusado sustentou⁶⁵, em síntese, que:

- (a) não houve administração irregular das carteiras dos Reclamantes, uma vez que “*ambos acompanhavam, controlavam e orientavam, diariamente, as aplicações efetuadas*”⁶⁶;
- (b) as operações dos Investidores foram sempre “*realizadas por meio de sua senha de acesso ao sistema de home broker, por eles e pelo Agente Autônomo, simultaneamente*”;
- (c) “*os extratos eram regularmente enviados diretamente aos investidores pela Corretora*”;
- (d) não houve a prática de *churning*, pois não recebera comissão pelas operações realizadas no período compreendido entre março e abril de 2016 e que as aplicações, tanto pessoais quanto dos Reclamantes, resultaram em prejuízos;
- (e) sua atuação era expressamente autorizada pelos Investidores, que assumiram os riscos das operações/aplicações que realizaram, citando como precedente o PAS CVM nº RJ-2010-0051, Dir^a. Rel^a. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 28.08.2012;
- (f) eventual penalidade a ser cominada pelo Colegiado da CVM configuraria violação ao princípio *ne bis in idem*, por já ter sido condenado à reparação, no valor de R\$ 2.300.000,00, em decisão já transitada em julgado;

52. Sobre tais alegações, a SMI pontou, resumidamente, que:

- (a) quanto às imputações de administração irregular de carteiras de valores mobiliários e de uso de senhas de uso exclusivo do cliente para transmissão de ordens por AAI, a manifestação do Acusado deve ser entendida como confissão, uma vez que confirmaria o consentimento e a cessão de *login* e senha pelos Reclamantes para realizar as operações;
- (b) em relação à imputação de confecção e envio para o cliente de extrato contendo informações sobre as operações realizadas, o Acusado se limitou a negar a infração administrativa, em desacordo com as provas dos autos;
- (c) no que se refere à imputação de *churning*, o Acusado negou ter recebido comissão sobre a corretagem auferida em relação a apenas uma pequena parte do período, o que não afastaria a irregularidade relacionada ao restante das operações;
- (d) não se exige, para se caracterizar a consumação do delito, que a vantagem de natureza patrimonial seja efetivamente obtida pelo agente do ilícito. O eventual sucesso em obter a

⁶⁴ Doc. 1211574, PA CVM nº SP-2016-331.

⁶⁵ Doc. 1234595, PA CVM nº SP-2016-331.

⁶⁶ O Acusado também citou, em sua defesa, o depoimento de M.A.B.P. em processo judicial em que aduziu que acompanhava as operações e pedira, ao AAI, para que elaborasse uma planilha para seu acompanhamento.



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

vantagem ilícita seria um fator agravante à penalidade aplicada, não elemento do delito⁶⁷.

53. Por fim, a Acusação destacou que, como apurado pela BSM, as operações com valores mobiliários realizadas pelo AAI em nome de M.B.A.P. resultaram em lucro bruto de R\$ 722,00 e as realizadas em nome de S.M.O. resultaram em prejuízo bruto no valor de R\$ 1.812.448,20, totalizando prejuízo bruto de R\$ 1.811.726,20⁶⁸.

54. A SMI destacou, ainda, que os fatos analisados já foram objeto de competente ação penal, conforme se pode verificar na decisão acerca do Conflito de Competência nº 156.111/SP⁶⁹.

III. RESPONSABILIZAÇÃO

55. Nos termos do TA, a SMI concluiu pela responsabilização do Acusado:

- i. por administração irregular das carteiras de valores mobiliários dos Reclamantes (infração ao art. 23 de Lei nº 6.385/1976, ao art. 2º da ICVM nº 306/1999 (fatos até 03.01.2016, data em que a ICVM nº 306/1999 foi revogada, com a entrada em vigor da ICVM nº 558/2015), ao art. 2º da ICVM nº 558/2015 (fatos a partir de 04.01.2016) e ao art. 13, IV, da ICVM nº 497/2011);
- ii. pelo uso de senhas ou assinaturas eletrônicas de uso exclusivo do cliente para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico (infração ao art. 13, VII, da ICVM nº 497/2011);
- iii. pela confecção e envio para o cliente de extrato contendo informações sobre as operações realizadas em 11.03.2016 e 15.03.2016 (infração ao art. 13, VIII, da ICVM nº 497/2011); e
- iv. pela realização de negociações excessivamente com o objetivo de gerar receitas de corretagem e comissões para si ou para *outrem*, prática conhecida *churning* (infração ao item I da ICVM nº 8/1979, definida no item II, “c”, da mesma Instrução).

IV. RAZÕES DE DEFESA

56. Regularmente citado⁷⁰, Francisco Frauendorf apresentou suas razões de defesa tempestivamente⁷¹, em 08.11.2021⁷².

57. Em sua defesa, o Acusado sustentou, em termos semelhantes à sua resposta ao Ofício nº 59/2021/CVM/SMI/GME, em síntese, que:

- (a) se exime da responsabilidade pelos alegados prejuízos afirmando, recorrentemente, que os Reclamantes cederam as senhas de acesso ao *home broker*, em ato discricionário e livre, gozando de garantia constitucional⁷³, sendo que as ordens emitidas por meio do sistema

⁶⁷ Citado, p.ex., PAS CVM nº 19957.003798/2017-27, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 09.06.2020: “apesar de o tipo administrativo de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários não exigir a obtenção de vantagem financeira para sua consumação, deve ser considerado que os Acusados lograram obter a vantagem econômica (...).”

⁶⁸ Doc. 0682300, fl. 14.

⁶⁹ Doc. 0619435.

⁷⁰ Doc. 1367761.

⁷¹ Doc. 1384474.

⁷² Doc. 1384270.

⁷³ O Acusado citou o inciso II do art. 5º da CRFB/88 para defender que os Reclamantes estavam dotados de ampla discricionariedade e liberdade ao lhe delegarem a gestão de carteira, como segue, *in verbis*: Art. 5º Todos são iguais



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

home broker presumem-se feitas pelo próprio cliente;

- (b) M.A.B.P. acompanhava diretamente todas as operações e conversava diariamente com o Acusado sobre os resultados obtidos, além de possuir, para fins de monitoramento, notas de corretagem enviadas pela Corretora, extratos de custódias da BM&FBovespa, aviso de negociação de ativos, extratos de conta corrente etc.;
- (c) a responsabilidade e a efetividade da cessão da senha eletrônica seriam decorrentes de consenso dos Reclamantes, nos termos pactuados nas Cláusulas 15.2, 15.4 e 15.5 do contrato de intermediação assinado com a Corretora, que previam a responsabilidade do cliente pela cessão de senha e assinatura eletrônica a terceiros, e que a utilização da senha nos sistemas eletrônicos é considerada como manifestação expressa da vontade do cliente;
- (d) os Reclamantes reiteraram, mesmo após perdas de aproximadamente R\$ 200.000,00, a confiança que tinham nele, concordando que continuasse a fazer aplicações de seus ativos;
- (e) sua atuação como AAI se deu dentro dos termos legais e não transferiu nenhum dos valores que lhe foram confiados para conta pessoal ou similar;
- (f) a ciência dos riscos eventualmente advindos dos investimentos foi pactuada pelos Reclamantes na Ficha Cadastral e no Termo de Adesão ao Contrato por eles assinados;
- (g) a ciência dos riscos por parte de M.A.B.P. seria ratificada pela sua formação profissional de advogado e seu perfil agressivo de investidor, e que a ciência das cláusulas contratuais seria “*prova cabal e incontestável*” de domínio, por parte do investidor, quanto ao mercado de valores mobiliários e sua regulação, citando precedente do TJSP⁷⁴ nesse sentido;
- (h) a resposta da Corretora acerca dos valores restituídos aos Reclamantes omitiu os valores de aplicações e de comissões, as quais nunca teria recebido da Corretora no período entre agosto de 2015 a 16.03.2016;
- (i) M.A.B.P. confessou e admitiu sua responsabilidade, durante depoimento em juízo, ao afirmar que “*acompanhava, eu não sou trouxa (...)*”, que “*entrava na conta no final dos dias*” e que “*as perdas (...) não teriam ocorrido ‘só por sua culpa’*”.

58. Francisco Frauendorf requereu que sejam então aplicados pelo Colegiado os entendimentos de decisões já exaradas, que considera pertinentes a este caso, quanto às quais alegou ter se formado “coisa julgada material e formal” e “coisa julgada administrativa”. Tais decisões atribuem aos investidores responsabilidade em razão da cessão dos acessos ao *home broker* e ciência dos riscos, seguindo a linha apresentada pela, dentre os quais foram destacados:

- (a) manifestação da BM&F Bovespa, na Reclamação nº 304813: “*a própria cliente confessou que compartilhou esses dados com terceiros (...) já está consagrado pela própria CVM o*

perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: (...) II - ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei.

⁷⁴ TJSP, AC nº 9055546- 53.2001.8.26.0000, Rel. Des. João Carlos Garcoa, 9ª C. (Extinto 1º TAC), j. em 17.09.2002.



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

entendimento de que ordens emanadas do home broker são ordens efetivamente por ele emitidas, decorrendo correspondentes prejuízos de seu próprio erro ou decisão de investimento (...) não reconhecemos qualquer irregularidade nas operações realizadas”;

- (b) pedido de ressarcimento dos prejuízos decorrentes das operações realizadas pelo Acusado julgado improcedente no âmbito do MRP nº 499/2016;
- (c) trecho de voto proferido pelo Conselho de Supervisão da BSM, no âmbito do processo MRP nº 12/2011, em que o relator entendeu pela não procedência da reclamação pela cessão espontânea por parte dos investidores de senhas pessoais e intransferíveis a AAI;
- (d) precedente relatado pela então Diretora da CVM Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, no PA nº RJ 2010-0061, julgado em 28.08.2012, em que se entendeu que o acompanhamento e o recebimento, por parte do investidor, de resultados de operações por parte do AAI, significavam concordância com operações realizadas em seu nome; e
- (e) sentença da 2ª Vara Criminal Federal no Processo nº 0008460-19.2016.4.03.6103, em que se concluiu “*não ter sido verificada eventual vantagem auferida por FRANCISCO em possível alteração do funcionamento do mercado*”.

59. Por fim, considerando, ainda, que os Reclamantes estavam cientes dos riscos, Francisco Frauendorf requereu que a Acusação seja julgada “absolutamente improcedente e inconsistente”.

V. MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA

60. A Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE-CVM”) se manifestou⁷⁵ pela adequação do TA ao disposto nos arts. 5º, 6º, 7º e 13 da ICVM nº 607/2019, então vigente. Destacou, também, a necessidade de comunicação ao Ministério Público Federal de São Paulo, tendo sido então expedido o Ofício nº 301/2021/CVM/SGE⁷⁶, em 11.08.2021.

VI. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO E PAUTA PARA JULGAMENTO

61. Na Reunião do Colegiado de 16.11.2021⁷⁷, fui designada por sorteio Relatora deste PAS.

62. Em 15.09.2023, foi publicada pauta de julgamento no diário eletrônico da CVM⁷⁸, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 6 de novembro de 2023.

Flávia Sant’Anna Perlingeiro
Diretora Relatora

⁷⁵ Parecer n. 00133/2021/GJU - 4/PFE-CVM/PGF/AGU (Doc. 1320511).

⁷⁶ Doc. 1322864.

⁷⁷ Doc. 1388541.

⁷⁸ Doc. 1881208.