



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 19957.005450/2021-51

Reg. Col. 2621/22

Acusado: Quick Job Serviços Domésticos Ltda. (ex-TOV Corretora)

Assunto: Exercício irregular da gestão da carteira do Investidor – Prática de *churning*

Relator: Diretor João Accioly

VOTO

I. PRESCRIÇÃO DA PRETENSÃO PUNITIVA

1. Alega a Acusada que, tendo o PAS se originado a partir da Reclamação, protocolada pelo Investidor em 11/8/2015, e ficado, após esta data, três anos sem julgamento, teria incidido a prescrição intercorrente, prevista no art. 1º, § 1º da Lei 9.873¹ (Rel. §19).

2. Os fatos em que teria havido as supostas irregularidades ocorreram entre setembro de 2013 e maio de 2015, período em que foram feitas as operações do Investidor, ordenadas pela TOV Gestão. Com a apresentação da Reclamação, em 11.8.2015, e a abertura do Processo Origem, PA CVM nº 19957.007960/2018-67, interrompeu-se o prazo de cinco anos para a ação punitiva da CVM, e reiniciou-se a contagem do prazo prescricional.

• Prescrição na fase pré-sancionadora

3. Embora reconheça a existência de certo debate doutrinário acerca da possibilidade (ou não) de incidência da prescrição intercorrente em fase pré-sancionadora, alinho-me à simples leitura do texto legal, que, embora tenha diversos pontos discutíveis, é extremamente claro neste aspecto. A propósito, trata-se da atual tese consolidada no CRSFN: a prescrição intercorrente é, sim, passível de ocorrer antes mesmo do início da fase sancionadora².

4. Aqueles que defendem que só prescreve por paralisação trienal o processo em sua fase sancionadora costumam sustentar que a palavra “procedimento” do §1º do art. 1º da Lei 9.873 significaria algo como “*uma sequência de atos que, encadeados, tendem a determinado fim*”; em contraste, a prescrição quinquenal do caput do art. 1º só poderia incidir antes da fase sancionadora por não usar a palavra “procedimento”³.

¹ Art. 1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal (...) contados da data da prática do ato (...). §1º Incide a prescrição no procedimento administrativo paralisado por mais de três anos, pendente de julgamento ou despacho (...)

² Recurso CRSFN nº 14460-10372.000380/2016-83, 440ª Sessão, 19.8.2020. Acórdão CRSFN 126/2020: “1.2 por maioria, com fundamento no art. 23 da LINDB e no art. 927, §3º c/c art. 15 do CPC, (...), admitir a superação da jurisprudência administrativa pacificada do CRSFN que considerava não fluir o prazo de prescrição intercorrente antes da instauração formal do processo administrativo sancionador

³ LOPES, Euler Barros Ferreira. *Regime Prescricional da Lei 9.873/1999, Âmbito de Aplicação e Modalidades Prescricionais. Prescrição em Processo Administrativo Sancionador: para além da Lei nº 9.873, de 1999*. TOLEDO, Adriana Teixeira de; NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha (Coord.). 1ª ed. - São Paulo: Quartier Latin, 2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

5. Muito curiosamente, para essa “tese”, os atos da fase pré-sancionadora, apesar de claramente formarem uma sequência que indiscutivelmente tendem a um fim, são excluídos do privilégio de serem chamados de procedimento.

6. Então, ainda que se aceite que o termo “procedimento” deve ser lido de uma maneira específica e aparentemente restritiva, é (ou deveria ser) óbvio que não há apenas processos sancionadores. A fase investigatória ocorre no âmbito dos “processos administrativos”, e não consigo enxergar sinal de qualquer razão para negar-lhes a dita “*natureza eminentemente processual*”, senão um dedicado esforço para minimizar os efeitos práticos da Lei 9.873. Estar *pendente de julgamento ou despacho* não é exclusividade dos processos sancionadores. O termo “julgamento” até pode ser, com plausibilidade, relacionado exclusivamente aos sancionadores, apesar da polissemia do verbo “julgar”: um de seus significados é “*formar conceito, emitir parecer, opinião sobre (alguém ou algo)*”⁴. Assim, quando uma superintendência faz, por exemplo, um parecer técnico sobre determinado caso, ela estaria fazendo um “julgamento” sobre determinados fatos.

7. Remonto, ainda, à circunstância de que nem todo processo administrativo é capaz de gerar um processo sancionador, sem que isso implique necessariamente seu arquivamento. É facultado as superintendências da CVM, no lugar de formular um termo de acusação, enviar um ofício de alerta aos envolvidos, notificando-a acerca do que entende como irregularidade. Ou seja, embora não tenha havido a instauração de um processo sancionador, a “fase investigatória” pode se convolar em efetiva decisão de que realmente havia uma irregularidade administrativa – o que em última análise decorre de um *julgamento*. Diante dessa possibilidade, observa-se que os processos em “fase investigatória” (supostamente isentos da ocorrência da prescrição intercorrente) não necessariamente mantêm essa natureza em todo e qualquer caso. O mesmo ocorre nos casos de arquivamento dos processos pré-sancionadores em que o órgão responsável *conclui* que não há infração no caso, e, assim, encerra a investigação.

8. Outro ponto fragiliza a divisão entre fase investigatória e fase sancionadora. Normalmente, a primeira se refere ao período anterior à instauração de inquérito ou apresentação de termo de acusação, enquanto a segunda viria imediatamente depois. No entanto, a instauração do processo sancionador não necessariamente implica o fim da apuração de fatos, pois, além de os acusados poderem pedir pela produção de novas provas, ou até mesmo trazê-las em sede de defesa, é ainda facultado ao relator diligenciar no sentido de obter novas evidências sobre os fatos.

9. Por fim, algumas palavras de Eli Loria sobre o tema:

“28. (...) [C]aso a CVM inicie a apuração do fato, passa a incidir o prazo trienal da prescrição intercorrente, mesmo antes da abertura de processo sancionador propriamente dito. (...)”

⁴ Dicionário Oxford [e outros].



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

30. Sabe-se que o legislador não utiliza palavras inúteis. Se escolheu a expressão ‘procedimento administrativo’, não ‘processo administrativo sancionador’, é porque não pretendeu limitar a incidência da prescrição intercorrente ao procedimento após a intimação do acusado para apresentação de defesa. (...) Toda decisão tomada pela CVM é fruto de um processo administrativo, [e] nem todo processo administrativo da autarquia é sancionador. Estar pendente de ‘julgamento ou despacho’ não é condição exclusiva dos processos administrativos sancionadores, tendo em vista que qualquer procedimento administrativo é movimentado, geralmente, por meio de despacho. Isso inclui, certamente, os procedimentos de investigação instaurados pelas Superintendências (...), que poderão (...) dar origem a processos sancionadores.⁵

- **Hipóteses de interrupção da prescrição**

10. Certa a possibilidade de ocorrer prescrição intercorrente na fase investigatória do processo, para verificar se ela ocorreu no caso destes autos é preciso delimitar quais são os eventos capazes de interrompê-la. A Lei 9.873 não distingue “prescrições” quanto às hipóteses de interrupção. Nesse sentido, reproduzo considerações que fiz no PAS 19957.004478/2018-75 (rel. Flávia Perlingeiro, j. 21.6.2023).

12. (...) O dispositivo não fala na prescrição “quinquenal” nem excepciona sua incidência à prescrição “intercorrente” – até mesmo porque tais classificações nem sequer constam do texto legal. São dois fenômenos distintos pelos momentos em que podem vir a acontecer – antes da instauração de um processo para a “quinquenal” e durante seu curso para a “intercorrente”, mas é indiscutível que em ambos os casos se trata da prescrição da ação punitiva.

13. O que é em alguma medida discutível é que a prescrição intercorrente (...) estaria afastada da incidência do art. 2º, sendo regida apenas pelas soltas palavras do §1º do art. 1º, isto é, “pendente de julgamento ou despacho”. Essa é a tese com que se tenta sustentar a ideia de que o que interrompe a prescrição intercorrente é o movimento que “impulsione o processo”, não apenas aqueles previstos nos incisos do art. 2º

14. Mas a tese é frágil e rui quando minimamente testada. A estrutura da Lei 9.873/99 é tão simples quanto clara: ela fala da prescrição e de seus prazos no art. 1º, e fala das hipóteses de sua interrupção no art. 2º. Os parágrafos do art. 1º têm a função própria dos parágrafos na técnica legislativa, ao preverem exceções, detalhamentos, elementos acessórios ao principal que é a regra geral do caput. (...). Nesse sentido, o caput fala da prescrição como o fenômeno: diz o que prescreve (a ação punitiva); de quem (Administração Pública Federal, seja direta, seja indireta), em que circunstância (no exercício do poder de polícia em apuração de infração legal), desde quando se conta (prática ou cessação da prática do ato). E prevê o prazo de cinco anos para que ela ocorra. Daí, o §1º fala que “a prescrição” ocorre, quando intercorrente, em três anos – qual prescrição? A do caput. E o §2º traz outra exceção: se o fato também for crime, “a prescrição” rege-se pelo prazo da lei penal. Qual prescrição? A do caput.

15. O art. 2º se refere ao art. 1º como um todo (...) para dizer o que interrompe a prescrição. (...)

16. A tese de que a prescrição intercorrente não é sujeita ao art. 2º depende de uma leitura assustadoramente assistemática da Lei 9.873. Essa leitura pressupõe que, enquanto a prescrição inicial, do caput do art. 1º, tem todo o cuidadosamente elaborado art. 2º para reger as hipóteses de sua interrupção, a prescrição intercorrente residiria em seu mundinho próprio, que nem mesmo é um artigo, mas um parágrafo, um acessório do art. 1º. (...) Parece até ter luz própria ao falar em “julgamento ou despacho”, mas é simples constatar que é apenas reflexo da luz que emana do art. 2º: “julgamento”, termo plurívoco, não é qualquer um, mas apenas a decisão condenatória recorrível do inciso III; “despacho” tampouco é qualquer um, mas apenas o ato apuratório do inciso II ou de tentativa de conciliação, do inciso IV. (notas de rodapé omitidas).

⁵ LORIA, Eli. *Pareceres em Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 431-432.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

11. Em acréscimo ao que sustentei nos trechos acima, a assistemática de tratar a prescrição intercorrente como algo distinto quanto ao que a interrompe pode ser também demonstrada de mais algumas formas. Veja-se que duas das quatro hipóteses do art. 2º *só podem* ocorrer durante o curso do processo, ou seja, de maneira intercorrente (o julgamento e a tentativa de solução conciliatória) – e *todas* podem ocorrer em sua intercorrência.

12. Outra demonstração: se o §2º do art. 1º tivesse a pretensa autonomia para dispor que as hipóteses de interrupção da prescrição na intercorrência do processo são mais amplas que as da chamada prescrição “ordinária”, as previsões de julgamento e de tentativa de solução conciliatória como hipóteses de interrupção seriam inúteis. Se o processo ficar parado por quatro anos, o julgamento do art. 2º não poderá salvá-lo. Terá ocorrido a prescrição. Ao mesmo tempo, se o julgamento ocorrer antes de três anos parado, bastaria sua previsão no art. 1º, §1º. Para que serviria a previsão do julgamento no art. 2º? Para nada. A mesma mecânica vale para a tentativa de solução conciliatória que, pelo lado da Administração, terá que se manifestar por algum despacho. Para que classificar como tentativa de solução conciliatória, se basta chamar de despacho?

13. Fica nítido que se esse fosse o sentido pretendido com a lei, a técnica legislativa seria, na melhor das hipóteses, desastrosa. Em suma: para a Lei 9.873, não é todo e qualquer ato processual que interrompe a prescrição, mas apenas os que se enquadrem em algum dos incisos listados em seu art. 2º – seja antes do processo, seja em sua intercorrência.

• PRESCRIÇÃO NO CASO CONCRETO

14. Recebida a Reclamação em 11.8.2015, em 21.8.2015 a TOV Corretora foi solicitada pela Superintendência de Orientação a Investidores - SOI a esclarecer as alegações do Investidor, com reiteração em 17/9/2015 e resposta em 18/9/2015. Ao mesmo tempo, foram solicitados esclarecimentos à TOV Gestão e a seu diretor J.P.B.R.M. Claramente foram atos de apuração de fatos, e também inequívocos já que de conhecimento da parte. Em seguida, em 4.11.2015, a SOI analisou os argumentos e decidiu encaminhar o processo à SIN⁶.

15. Em 19.2.2016 Ao analisar os fatos que haviam sido apurados, a SIN emitiu despacho em que entendeu que a TOV Gestão parecia ter feito *churning* na carteira de seu cliente (1298790). Em **22.11.2017**, solicitou a manifestação prévia da gestora (1298815), que a respondeu em **18.12.2017** (1298818), novamente atos inequívocos de apuração de fatos⁷.

16. Eis o período problemático. Note-se que pela suspensão por 120 dias dos prazos, pela MP 928/2020, a pretensão punitiva prescreveria em **17.4.2021**. Mas listo a seguir os atos subsequentes ao recebimento da manifestação da TOV Gestão, no processo 007960/2018-67:

⁶ PA CVM nº 19957.007960/2018-67, pp. 30-115.

⁷ Conto a data da resposta da Tov Gestão como ato apuratório de fatos (pois a Administração recebe e analisa o documento).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- a) 29 e 31.8.2018 - Despachos GAIN (1298804/1298806) – Análise da denúncia que gerou as investigações; envio do processo à GSAF para decisão de abertura de processo sancionador.
- b) 19.2.2019 - Despacho GSAF (0693766) – Encaminhamento do processo para analista.
- c) 22.2.2021 - Despacho GSAF (1200735) - Encaminhamento do processo para outro analista.
- d) 16.7.2021 - Despacho GSAF (1300363) - Encerramento do processo administrativo em função da instauração de Termo de Acusação em 8/7/2021.

17. Nenhum dos despachos acima se enquadra no art. 2º da Lei 9.873, que lista os atos aptos a interromper a prescrição punitiva. Nenhum tem caráter de apuração de fato. Os Despachos GAIN (item “a”) registram o entendimento da gerência **sobre fatos já apurados**. Os dois primeiros despachos GSAF (itens “b” e “c”) são meras redistribuições entre analistas. Por fim, o terceiro despacho GSAF (item “d”) apenas determina o arquivamento do processo pré-sancionador, uma formalidade para instauração deste PAS, e tampouco se enquadra em hipótese interruptiva da prescrição, nos claros termos do art. 2º da Lei 9.873.

18. Outro motivo para que nenhum desses despachos pudesse surtir o referido efeito diz respeito à falta de a ciência sobre tais atos por parte da Acusada⁸.

19. Assim, voto por reconhecer a prescrição da pretensão punitiva em face da TOV Gestão.

- **PRESCRIÇÃO PELO ENTENDIMENTO ADMINISTRATIVO ATUAL**

20. Como Relator do caso e a fim de contribuir com sua análise para meus pares, já que sei qual a posição que sustentam quanto à prescrição, entendo que segundo o entendimento vigente o processo não me parece estar prescrito.

21. A tese é, em suma, a de que não é qualquer despacho que poderia interromper a prescrição intercorrente, mas apenas aqueles que impulsionam significativamente o processo rumo a seu julgamento.

22. **Sob essa tese, o caso não estará prescrito.** No mínimo o Despacho GAIN de 2018 se encaixa, confortavelmente, nessa descrição. Trata-se de análise minuciosa da denúncia, feita de maneira diligente, claramente é necessária para conduzir o processo a seu julgamento, e claramente apta a fazê-lo. Minha conclusão sobre a ocorrência da prescrição não faz qualquer juízo negativo sobre esse ato processual, senão uma análise puramente objetiva de que ele não se enquadra no dispositivo legal que restringe as hipóteses de interrupção.

⁸ Decidiu o **STF**: “[F]icou demonstrado a ocorrência da prescrição, (...) uma vez já terem se passado cinco anos entre a prestação de contas (...) e a primeira notificação de ocorrência de irregularidade na aplicação de valores (...). **Não há que se falar em interrupção de prescrição**, porquanto não ocorreram marcos com aludida característica. **Os atos levados a efeitos pela Administração entre citado período (...) não chegaram ao conhecimento do impetrante.**” (STF. MS 37751/DF, Rel. Min. Kassio Nunes Marques, j. 23.03.2022).

Leciona **Nelson Eizirik**: “Em outras palavras, o ‘ato inequívoco’ capaz de interromper o curso da prescrição é, por definição, aquele que conta com a efetiva participação ou o conhecimento da parte que pode ser prejudicada por tal ato de interrupção, pois, caso o contrário, o referido ato deixa de se revestir de sua própria essência, qual seja, ser inequívoco.” Cf. EIZIRIK, Nelson; CARVALHOSA, Modesto. Estudos de Direito Empresarial. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 495



II. ANÁLISE DO MÉRITO

III.II. MÉRITO

23. Também com o escopo de relatar por inteiro o caso, dado que voto vencido quanto à prescrição, analiso o mérito.

24. Como detalhado no Relatório, o processo originou-se de reclamação em que o Investidor descreve um conjunto de supostas irregularidades que afirmou terem sido praticadas por TOV Corretora e TOV Gestão, que teriam lhe causado um prejuízo de mais de R\$ 150 mil, incluindo a prática de *churning* (cf. §4 do Relatório).

25. O termo de acusação, em face da TOV Gestão e de seu diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, J.P.B.R.M. (que teve proposta de termo de compromisso aceita pelo Colegiado em 21/6/2022), dentre outras linhas de investigação, concluiu somente pela ocorrência de suposto giro excessivo da carteira do Investidor, com a única finalidade de gerar receitas de corretagem para a TOV Corretora, o *churning*, tipificado no art. 16, VI, da ICVM 306⁹ - o que também teria configurado falha no dever de lealdade da TOV Gestão para com o Investidor, (art. 14, II, da ICVM 306).

26. O *churning* é modalidade de fraude realizada por quem administra recursos de terceiros e realiza operações sem o propósito de obter resultados para o cliente, mas apenas gerar taxas e comissões para si ou para outrem. O ardil consiste justamente nas operações, que servem como roupagem do que é em termos práticos uma subtração de recursos da carteira do cliente. A administração de carteira é função fiduciária: o fiduciário deve buscar resultados para o fiduciante e receber sua remuneração *para buscá-los*. Fazer operações gera corretagem e obviamente não se proíbe que a corretora queira gerá-la. O que é vedado é simular negociações, executando ordens sem expectativa de ganho para o cliente, *apenas* para gerar corretagem.

27. Seguindo a jurisprudência consolidada deste Colegiado¹⁰, o *churning* se demonstra por três elementos: (i) o controle, pelo acusado, sobre das operações cursadas em nome do investidor; (ii) o giro excessivo da carteira de investimentos, à luz do perfil do cliente; e (iii) a intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões.

28. Em relação ao primeiro requisito, pelos termos expressos na Cláusula 3 do Contrato, entendendo não haver dúvida que a TOV Gestão possuía o controle discricionário da carteira do Investidor, o que, inclusive, foi por ela assumido em sua manifestação prévia (Relat. §§ 9-12):

⁹ Atualmente, a vedação ao *churning* aplicável diretamente aos administradores de carteira de valores mobiliários está prevista no art. 20, VII, da Resolução CVM nº 20/2021.

¹⁰ P.ex., PAS 19957.003473/2021-21, Rel. Flávia Perlingeiro, j.07.11.2023; PAS 21/2013, Rel. Marcelo Barbosa, j. em 29.03.2022; PAS RJ2020/01228, Rel. Alexandre Rangel, j. 21.12.2021; PAS 04/2016, j. em 15.12.2020, PAS RJ2016/7486, j. em 18.06.2019, e PAS SP2014/0465, j. em 06.11.2018, nesses três Rel. Gustavo Gonzalez; PAS SP2014/382, Rel. Henrique Machado, j. em 09.10.2018; PAS 22/2013, j. 18.09.2018, PAS RJ2015/6143, j. 24.04.2018, e PAS 11/2013, j. em 30.01.2018, nesses três Rel. Gustavo Gonzalez; PAS RJ2014/12921, Rel. Pablo Renteria, j. em 10.02.2017; PAS SP2012/480, Rel. Roberto Tadeu, j. em 06.10.2015; e PAS 24/2010, Rel. Ana Novaes, j. em 27.05.2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- 3- A seleção dos títulos ou valores mobiliários a serem adquiridos por conta e ordem do **INVESTIDOR** caberá ao **ADMINISTRADOR**, o qual fica investido, a partir da assinatura deste contrato, de todos os poderes de administração podendo livre e independentemente de consultas: adquirir, alienar, ceder, transferir títulos e valores mobiliários, exercer, negociar ou renunciar direitos de subscrição de ações e debêntures; resgatar títulos ou depósitos, receber juros, dividendos, correção monetária, bonificações e demais rendimentos atribuídos à Carteira; solicitar conversão, transferência ou desdobramento de títulos financeiros ou retirá-los de custódia; praticar, enfim todos os demais atos necessários à administração da Carteira, caracterizando um perfil de investimentos genérico do **INVESTIDOR**, que poderá variar de acordo com as condições do mercado e a critério do **ADMINISTRADOR**.

29. Em relação ao requisito de giro excessivo da carteira do Investidor, a Acusação se utilizou os indicadores comumente adotados nos precedentes do Colegiado e também nas análises das áreas técnicas da CVM e do autorregulador BSM, o “*Turn-Over Ratio*” (“TR”), relativo à taxa de giro da carteira, e o “*Cost-Equity Ratio*” (“C/E”), referente à razão custo sobre patrimônio líquido.

30. A taxa de giro da carteira, TR, mede a razão entre o volume de operações realizadas e o patrimônio da carteira de investimentos, e, segundo o Estudo BSM, um TR superior a oito indica alta probabilidade de *churning*. O segundo indicador, custo sobre o patrimônio, C/E, reflete a rentabilidade anual mínima que a carteira teria que atingir somente para compensar os custos de transação, e, no Estudo BSM, o valor de 21% a.a. é tomado como marco para determinar a alta probabilidade de *churning*.

31. A Acusação calculou um valor de TR anualizado de 20 vezes e um C/E anualizado de 26,44%, bem acima dos parâmetros orientadores do Estudo BSM.

32. No curso do processo, o diretor responsável pela administração de carteis da TOV Gestão alegou que esses números estariam errados, em especial o C/E, pois haveria devolução de corretagem de 50%, calculando que o valor correto seria de 13,22 %. Para a Acusação, porém, não há nos autos qualquer documento ou contrato que ateste essa alegação, não tendo as defesas refutado esta afirmação ou trazido outros cálculos para os indicadores – ainda mais relevante é que o Investidor afirma que apesar de combinada, a devolução não foi cumprida.

33. Como já mencionado, o giro excessivo da carteira deve ser sempre avaliado à luz do perfil do cliente e de seus objetivos de investimento, sendo os indicadores TR e C/E apenas indícios de *churning*, não comprovando, por si só, a prática do ilícito. Conforme registrou o Diretor Relator Gustavo Gonzalez, ao relatar o PAS 11/2013, j. em 30.01.2018:

[o] fato de a carteira ter sido mais movimentada do que a média de mercado (seja essa qual for) ou de os custos incorridos nas negociações terem consumido uma parcela expressiva do patrimônio investido não denotam, necessariamente, uma irregularidade. Afinal de contas, o perfil do investidor (...) e os seus objetivos com aquele investimento são as melhores medidas para aferir se o giro foi, de fato, excessivo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

34. Este entendimento foi incorporado pela SMI ao Ofício-Circular nº 5/2019-CVM/SMI:

7. Os precedentes ressaltam que não se pode, à luz da legislação vigente, definir métricas puramente objetivas para a mensuração do giro excessivo. Destaca-se, nesse sentido, que o perfil do investidor é a melhor medida para aferir se o giro foi, de fato, excessivo. Nesse sentido, veja-se por exemplo o Processo Administrativo Sancionador 11/2013 (...) 8. Não obstante, a literatura especializada e a jurisprudência, daqui e do exterior, se valem de indicadores do *churning*, dentre os quais destacam-se, por sua ampla utilização: a) Taxa de giro da carteira (Turnover Ratio: ‘TR’) b) Razão do custo sobre patrimônio (Cost/Equity Ratio: ‘C/E’) 9. Os indicadores objetivos, tais como o ‘TR’ e o ‘C/E’, fornecem apenas indícios de *churning* e nem sempre bastarão para demonstrar a prática do ilícito.

35. Em sua Reclamação, o Investidor relata ter imposto à TOV Gestão algumas restrições à administração de sua carteira, revelando perfil de investimento conservador ou moderado:

- i. Não operar câmbio, de qualquer forma, principalmente vendido;
- ii. Não realizar operações de venda de volatilidade com venda de opções “fora do dinheiro”;
- iii. Não operar índice, especialmente Ibovespa;
- iv. Evitar ativos com pouca liquidez;
- v. Evitar a concentração de ativos, relativamente à carteira de ações; e
- vi. Operar com stop de perdas.

36. Embora não tenha apresentado registro formal dessas restrições, a defesa tampouco as contestou, alegando apenas que o Investidor teria formação em contabilidade e teria conhecimentos sofisticados de investimento, sendo capaz de compreender a estratégia de investimento adotada em sua carteira. Acrescentou que o Investidor recebia as notas de corretagem, avisos de negociação e relatórios periódicos sobre seus investimentos e, nos dois anos em que manteve a carteira na TOV Gestão, não apresentou à gestora qualquer reclamação sobre os investimentos, inclusive fazendo novos aportes em 2014.

37. De fato, a própria leitura da Reclamação revela que o Investidor detinha conhecimentos sofisticados de investimentos, mas esta constatação não autoriza uma conclusão de que ele procurava uma estratégia agressiva de investimentos para a carteira. Da mesma forma, o fato de que ele recebia regularmente as informações sobre seus negócios ordenados pela TOV Gestão não comprova que ele estava ciente de que a carteira estava sendo girada dessa forma.

38. O *churning* é uma modalidade de fraude e as fraudes, como se sabe, são cometidas de forma insidiosa, por meio de ardis elaborados para que a vítima não descubra que está sendo prejudicada. Nesse sentido, concordo com a Acusação, quando aponta não ser tão direta a identificação de um giro excessivo da carteira, pois seus impactos são percebidos em períodos de tempo mais longos do que a simples identificação de uma operação não autorizada.

39. Também não me convence a alegação da defesa de que o Investidor aprovava sua atuação porque teria mantido a carteira por um longo período de tempo e aportado novos recursos. Conforme o relato da Reclamação, que me pareceu crível, havia uma certa relação social entre o Investidor e um preposto da TOV Gestão, que certamente se traduzia em uma



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

relação de confiança, que fez com que o primeiro aplicasse recursos na acusada, e esta circunstância justifica, no meu entender, a demora no distrato e liquidação da carteira.

40. Por tais considerações, entendo que a defesa não demonstrou que o perfil do Investidor e as circunstâncias em que ele fazia o acompanhamento de sua carteira de investimentos justificassem os elevados valores dos indicadores TR e C/E verificados para a carteira.

41. Por fim, passo ao último requisito do *churning*, a intenção (exclusiva) de gerar receitas de corretagem, que, no caso, eram auferidas pela TOV Corretora.

42. A defesa alega que toda a remuneração percebida pela TOV Gestão estava pautada em um percentual incidente e calculado sobre o PL da carteira, e não sobre eventual corretagem. Afirma, também, que a CVM não poderia fazer o prejulgamento ou a atribuição de interesse econômico e formação de grupo entre a TOV Gestão TOV Corretora, sem decisão judicial.

43. Tais alegações, a meu ver, não merecem prosperar. O interesse econômico em comum entre as duas sociedades é patente: além da própria denominação indicar esta ligação, ambas possuíam o mesmo controlador e administradores em comum. Dessa forma, as negociações ordenadas pela TOV Gestão para a carteira do Investidor beneficiavam a TOV Corretora, que recebia as taxas de corretagens, e preenchiam o tipo previsto no art. 16, VI, da ICVM 306 – promover negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra, com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros.

44. Concluindo, em vista do controle exercido sobre a carteira do Investidor pela TOV Gestão, dos valores elevados dos indicadores TR e C/E, e as taxas de corretagem geradas para a TOV Corretora, entendo ter restado caracterizada a prática de *churning* pela TOV Gestão,.

45. Sobre os efeitos, para eventual consideração para fins de dosimetria, o prejuízo sofrido pelo Investidor devido ao *churning* foi de R\$ 66.347,40, conforme os cálculos da Acusação, constantes da tabela do §19 do Relatório, quantia que serviu como referência para o termo de compromisso firmado por J.P.B.R.M., diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários da TOV Gestão (1562749).

III. CONCLUSÃO

46. Embora no mérito entenda ter a Acusação bem demonstrado a ocorrência da infração, abstenho-me de votar pela condenação tão-somente por minha conclusão sobre a prescrição, pela qual voto por seu reconhecimento.

Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2024.

João Accioly
Diretor Relator