



Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

# ***CHURNING* NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO**

PRECEDENTES E RESPONSABILIDADE DOS AGENTES

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor

ANCORD - 25.03.2019



## RESSALVA NECESSÁRIA

As opiniões expostas ao longo desta apresentação são de exclusiva responsabilidade do palestrante, não refletindo necessariamente o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários – CVM sobre as matérias tratadas



## NOÇÕES INICIAIS

- **Conceito de *Churning***

- Modalidade de fraude na qual pessoas se valem do controle que exercem sobre recursos de terceiros para fazer com que esses sejam negociados de modo excessivo, visando não ao melhor interesse do investidor, mas a gerar taxas e comissões para si ou para outrem

- **O porquê do anglicismo**



## NOÇÕES INICIAIS

- **Elementos caracterizadores**
  - Controle sobre as operações cursadas em nome do investidor
  - Giro excessivo da carteira de investimentos, à luz do perfil do cliente
  - Intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões



# 1º ELEMENTO: GIRO EXCESSIVO

- **Os indicadores “clássicos”**
  - Taxa de giro da carteira (*turnover ratio*, “TR”)
    - Número de vezes que a carteira foi renovada em determinado período
  - Razão custo sobre patrimônio (*cost/equity ratio*, “C/E”)
    - Retorno mínimo (rentabilidade) que o investidor deve obter com seus investimentos para cobrir as despesas com a sua carteira
- **Outros indicadores**
  - Ex.: Análise qualitativa da carteira - TR e C/E de ativos específicos (PAS 11/2013 -J. em 30.01.2018, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez)



## GIRO EXCESSIVO: NOÇÕES INICIAIS (CONT.)

- Variadas formas de calcular cada um desses indicadores
- **Os estudos realizados no Brasil**
  - Gerência de Análise e Estratégia da BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM). *Determinação dos parâmetros para a caracterização da prática de churning no Brasil*. Julho/2011. <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/noticias/REL-GAE-01-2011-Churning.pdf> (**Estudo BSM**)
  - Assessoria de Análise e Pesquisa (“ASA”) da CVM. *Indicadores de Churning*. Julho/2013. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Estudo\\_Churning.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Estudo_Churning.pdf) (**Estudo ASA**)



## IMPORTÂNCIA DO PERFIL DO INVESTIDOR

- A análise do giro da carteira para fins de apuração de responsabilidade deve, necessariamente, ser realizada à luz do perfil do cliente e de seus objetivos de investimento
  - “[O]s indicadores TR e C/E fornecem apenas indícios de *churning* e nem sempre bastarão para demonstrar a prática do ilícito. **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 (ou do fundo ou clube de investimento, conforme o caso) e os seus objetivos com aquele investimento são as melhores medidas para aferir se o giro foi, de fato, excessivo.**” PAS CVM nº 11/2013 – J. em 30.01.2018 – Dir. Rel. Gustavo Gonzalez



## IMPORTÂNCIA DO PERFIL DO INVESTIDOR

- “Diante do exposto, resta claro que uma taxa de giro e uma razão de custo sobre o patrimônio que excedem os indicadores apontados nos estudos especializados não são, necessariamente, provas irrefutáveis da prática de *churning* – embora usualmente se considere que, nessas situações, existe uma presunção relativa de irregularidade. Do mesmo modo, em outros casos pode-se ao final concluir que a carteira foi girada em excesso, com o intuito de gerar corretagem, mesmo quando os indicadores de TR e C/E ficaram abaixo dos limites indicados nos estudos. Afinal de contas, a análise de tais indicadores sempre deverá ser feita à luz do perfil do cliente e das características do caso concreto.”

PAS 11/2013 –J. em 30.01.2018 – Dir. Rel. Gustavo Gonzalez



## 2º ELEMENTO: CONTROLE SOBRE A CONTA

- O controle sobre a conta é “verdadeiro pré-requisito para verificar se negociações excessivas podem configurar a prática do *churning*. Com efeito, o fato de a conta ter sido girada em patamares excessivos, incompatíveis com o perfil do investidor, normalmente não configura fraude caso o próprio titular da conta tenha realizado as operações de forma consciente”

**PAS SP 2014/0465 – J. em 06.11.2018 – Dir. Rel. Gustavo Gonzalez**



## **2º ELEMENTO: CONTROLE SOBRE A CONTA**

- **Acusado deve ter controle sobre a conta do cliente**
- **Hipóteses mais comuns**
  - Carteira administrada
    - Ex.: PAS CVM nº 22/2013, j. em 18.09.2018, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez
  - Fundo de investimento
    - Ex.: PAS CVM nº RJ2015/6143, j. em 24.04.2018, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez
  - Clubes de investimento
    - Ex.: PAS 11/2013, j. em 30.01.2018 , Dir. Rel. Gustavo Gonzalez
  - Gestão irregular de carteira
    - Ex.: PAS CVM nº 24/2010, j. em 27.05.2015 , Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes



## O CONTROLE DE FATO

- O controle exigido para a caracterização do *churning* **não se confunde** com a gestão discricionária exigida para a caracterização da atividade de administração, regular ou irregular, de carteira de valores mobiliários
  - Pode ser caracterizado quando o investidor, **por falta de conhecimento e experiência sobre operações com valores mobiliários**, consistentemente segue as recomendações do agente, por confiança, **sem conseguir entendê-las adequadamente**.
  - O simples fato de o cliente seguir a recomendação do intermediário não basta para configurar o controle de fato
  - Assim, podem haver casos em que se conclui que um agente não autorizado a gerir carteiras de terceiros exercia controle de fato sobre a carteira de um investidor sem, contudo, exercer irregularmente a atividade sujeita a registro (p. ex. PAS CVM nº SP2014/0465)



## CONTROLE DE FATO NOS EUA

- **Louis Loss:** “Churning, in essence, involves a conflict of interest in which a broker or dealer seeks to maximize his or her remuneration in disregard of the interest of the customer. The broker- dealer is most likely to have control over the customers’ account to exploit this conflict of interest when the customer has expressly granted to the broker-dealer discretionary authority to trade. Control can exist also in a nondiscretionary account when the broker-dealer in fact exercises discretion over the account either because of unknow or unauthorized trades or because the customer routinely accepts the broker-dealer’s recommendations, typically because the customer is naïve, unsophisticated, or inexperienced.”

LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Securities Regulation. Fourth Edition, Volume VIII*. Nova York: Wolters KluwerLaw & Business, 2012, pp. 427-428.



## CONTROLE DE FATO NOS EUA

- “The Commission has held that excessive trading occurs when a registered representative has control over trading in an account and the level of activity in that account is inconsistent with the customer’s objectives and financial situation. **De facto control is established if a customer relies on a broker’s advice because the customer is unable to evaluate the broker's recommendations and exercise independent judgment.**” Harry Glikzman, 54 S.E.C. 471, 475 (1999)
- “Control of trading is an essential element of churning. In the absence of an express agreement, **control may be inferred from the broker-customer relationship when the customer lacks the ability to manage the account and must take the broker’s word for what is happening.** However, a customer retains control of his account if he has sufficient financial acumen to determine his own best interests and he acquiesces in the broker's management.” Carras v. Burns, 516 F.2d 251, 258 (4th Cir. 1975)



## CONTROLE DE FATO NA CVM

- **PAS CVM nº SP2014/0465 – J. em 06.11.2018 – Dir. Rel. Gustavo Gonzalez**

“Embora o direito estrangeiro não seja, a toda evidência, determinante para a construção do direito pátrio, não há razão para que as regras brasileiras que reprimem a prática do churning sejam interpretadas de modo diverso das regras norte-americanas no que se refere à possibilidade de reconhecimento do controle de fato.

Afinal de contas, o churning é, em última instância, uma modalidade de fraude. Estabelece-se, em primeiro lugar, uma relação de confiança entre o investidor e o agente que alegadamente possui expertise no mercado de capitais, mas que pauta sua atuação não em função dos interesses do cliente, mas em buscar gerar remuneração para si. (...)”



## CONTROLE DE FATO NA CVM

- **PAS CVM nº SP2014/0465 – J. em 06.11.2018 – Dir. Rel. Gustavo Gonzalez (cont.)**

“As operações são aparentemente regulares e os resultados parecem decorrer do jogo natural do mercado. Não é isso, contudo, que ocorre em realidade, uma vez que os negócios buscam gerar remuneração para o agente e não rentabilidade para o cliente.

Em tais casos, a conduta preenche os elementos que caracterizam a realização de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM nº 08/1979. Vale dizer, o investidor, por falta de conhecimento técnico, é induzido em erro pelo profissional de mercado, segue recomendações maliciosas e acaba por autorizar negócios que não sabe danosos ao seu patrimônio e que se traduzem em ganhos ilícitos àquele em que depositou confiança.”



## **3º ELEMENTO: INTENÇÃO**

- **O terceiro elemento é a intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões**
- **Difícilmente há prova documental da intenção do agente**
  - **O elemento subjetivo é normalmente constatado a partir dos demais elementos do tipo**
- **O que motivou o agente a realizar aquela operação?**



## NORMAS (POTENCIALMENTE) APLICÁVEIS

- **Proibição geral – Instrução CVM nº 8/1979:** 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
- **Fundos de Investimento – Instrução CVM nº 558/2015:** Art. 17. É vedado ao administrador de carteiras de valores mobiliários: (...) VII – negociar com os valores mobiliários das carteiras que administre com a finalidade de gerar receitas de corretagem ou de rebate para si ou para terceiros
- **Clube de Investimento – Instrução CVM nº 494/2011:** Art. 20. (...) §1º São exemplos de violação do dever de lealdade do administrador, as seguintes hipóteses: (...) III – permitir que o Clube realize operações que, pelo seu volume ou pelos seus efeitos sobre a composição da carteira, se destinem, predominantemente, a gerar corretagem

No atual regime, a determinação da regra aplicável a cada caso dependerá das suas características, nomeadamente, de quem é o autor do suposto ilícito



## NORMAS (POTENCIALMENTE) APLICÁVEIS

- **PAS 22/2013 – UM Investimentos – Despacho nova definição jurídica dos fatos – Apreciado pelo Colegiado em 13.03.2018**

“[A] prática de churning é, por essência, fraudulenta, independentemente de sua capitulação”

“[O] artigo 16, inciso VI, da Instrução CVM nº 306/1999 e o artigo 17, inciso VII, da Instrução CVM nº 558/2015, que hoje vigora em seu lugar e não inovou em relação ao texto anterior, não são uma mera representação do dever de lealdade do administrador, mas um comando destinado especificamente a proibir a prática de fraude conhecida como churning. (...)”

“A bem da verdade, o tipo ‘operação fraudulenta’ é bastante abrangente e pode perfeitamente abarcar a prática de negociação excessiva. De fato, parece-me que, especificamente no contexto do churning, os dispositivos da Instrução CVM nº 306/1999 e da Instrução CVM nº 08/1979 são funcionalmente equivalentes.”



# NORMAS FUNCIONALMENTE EQUIVALENTES

Artigo 17, inciso VII, da Instrução CVM nº 558/2015	Item II, letra "c", da ICVM nº 8/1979	Jurisprudência CVM em casos de <i>churning</i> com base na ICVM nº 8/1979
Promover negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra,	Utilização de ardil ou artifício,	O ardil foi configurado pelo giro excessivo da carteira.
	destinado a induzir ou manter terceiros em erro	A comprovação de que o investidor foi mantido em erro decorre do fato do agente ter controle sobre os recursos e do fato de que o investidor acredita que os recursos confiados são administrados dentro de uma estratégia legítima.
com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros.	com a finalidade de obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros.	A taxa excessiva de corretagem é a vantagem patrimonial obtida por meio da fraude.

PAS CVM nº 22/2013 – Dir. Rel. Gustavo Gonzalez – Despacho nova definição jurídica dos fatos – Reunião do Colegiado de 13.03.2018



## UM OUTRO ENFOQUE - *SUITABILITY*

- **Instrução CVM nº 539/2013** – Clientes devem ser avaliados e classificados em categorias de perfil de risco (art. 3º)
- Os integrantes do sistema de distribuição e os consultores devem considerar os custos diretos e indiretos associados aos produtos, serviços ou operações, abstendo-se de recomendar aqueles que, isoladamente ou em conjunto, impliquem custos excessivos e inadequados ao perfil do cliente (artigo 2º, § 5º, da Instrução CVM nº 539/2013)
- “Vale lembrar também a norma contida no, que, embora não se refira diretamente à mencionada irregularidade, repele sua prática (...) ” PAS CVM nº 11/2013 – J. em 30.01.2018 – Dir. Rel. Gustavo Gonzalez



## UM OUTRO ENFOQUE - *SUITABILITY*

- A recomendação de produtos, serviços ou operações que impliquem custos excessivos e inadequados ao perfil do cliente configura infração à Instrução CVM nº 539/2013
  - Não há, no caso, exigência de controle sobre a conta
  - Deve-se demonstrar (i) que foram dadas recomendações que (2) levaram a um nível de negociação incompatível com o perfil de investimento do cliente
  - Qual o critério para determinar o conjunto de operações?
- Em linha com movimento recente dos EUA
  - SEC Regulation Best Interest
  - FINRA Regulatory Notice 18-13 (Quantitative Suitability)



## O PAPEL DA CORRETORA: DOIS ENFOQUES

- **A atuação da corretora pode ser analisada a partir de dois enfoques distintos**
  - **Participação/concorrência para a prática do ilícito**
    - Requer a demonstração de dolo, ainda que eventual, da Corretora
      - O simples fato de o agente ser empregado ou preposto é suficiente? V. divergência no PAS CVM nº RJ2014/12921, j. em 10.02.2017, Dir. Rel. Pablo Renteria
  - **Diligência na supervisão dos seus funcionários e prepostos**
    - Art. 32, I, da Instrução CVM nº 505/2011 – dever de zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado
    - Caminho ainda não explorado nos precedentes analisados pela CVM



# A SUPERVISÃO PELA CORRETORA

- **Dever de diligência**
  - **Supervisão da atuação dos funcionários e prepostos**
    - Rápida digressão: O dever é, na verdade, mais amplo e abrange, inclusive, o dever de supervisionar operações realizadas pelos clientes
      - Intermediário como *gatekeeper*
  - **Obrigação de meio e não de resultado**
  - **Forma de concretização: Estabelecimento de controles internos e sistemas de *compliance***
    - Intermediário deve ser capaz de demonstrar a diligência empregada



# A SUPERVISÃO PELA CORRETORA

- **A importância da tecnologia**

- Os sistemas existem – e não são novos!

- **Mihara v. Dean Witter, 619 F.2d 814 (1980)**

“At about the same time that Mihara first contacted him, Cypherd was also made aware of substantial trading in the account by means of a Dean Witter Monthly Account Activity Analysis. This analysis was initiated by the Dean Witter computer whenever an account showed 15 or more trades in one month or commissions of \$1,000 or more. Because Mihara's account reflected 16 trades for the month of April 1971, Cypherd was alerted to the problem at that time. In May of 1971, the Dean Witter computer generated another monthly account activity analysis as the result of 21 trades during that month in Mihara's account. Mihara's account in March of 1971 reflected 33 transactions, however, the computer did not generate an account analysis.”



## OUTRAS QUESTÕES RELEVANTES

- **Atualização dos indicadores de *churning***
- **Quantificação dos ganhos ilícitos provenientes do *churning***
  - Como calcular? Qual o critério?
- **Quantificação das perdas decorrentes do *churning***
  - Como calcular? Qual o critério?
- **Responsabilidade civil por *churning***
  - Outro regime de responsabilidade da corretora – responsabilidade do empregador por ato do empregado/preposto



**Diretor Gustavo Machado Gonzalez**

**[dgg@cvm.gov.br](mailto:dgg@cvm.gov.br)**