



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 11/2013

Reg. Col. n.º 9564/2015

Acusados: Geração Futuro Corretora de Valores S.A.
Mauro César Medeiros de Mello

Assunto: Apurar eventuais irregularidades na gestão e administração de clubes de investimento.

Diretor-Relator: Gustavo Machado Gonzalez

VOTO

I. OBJETO

1. Este Processo Administrativo Sancionador foi instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS”) e pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) para apurar eventuais irregularidades na gestão e administração de clubes de investimento.
2. A Geração Futuro Corretora de Valores S.A. (“Geração Futuro”) é acusada de violar o artigo 16, inciso VI, da Instrução CVM nº 306/1999; o artigo 16, inciso VII c/c artigo 14, inciso II, da Instrução CVM nº 306/1999, e, em conjunto com o seu diretor, Mauro César Medeiros de Mello (“Mauro de Mello”), é também acusada de descumprir os artigos 4º, inciso III, 7º e 9º, da Instrução CVM nº 40/1984.
3. Em resumo, as acusações se referem (i) à prática de negociação excessiva de ativos (*churning*) de clubes de investimento administrados e geridos pela Geração Futuro; (ii) à alegada negligência na defesa dos direitos e interesses de alguns dos clubes de investimento administrados, que não tinham desconto nas taxas de corretagem



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

pagas à Geração Futuro enquanto corretora; e (iii) à inobservância de certos limites e falhas na divulgação de informações exigidos nos normativos editados pela CVM (essa última acusação recai também contra o seu diretor).

4. Cada uma dessas acusações será separadamente analisada neste voto após o exame das preliminares, objeto da próxima seção.

II. PRELIMINARES

II.1. PRESCRIÇÃO ORDINÁRIA

5. A defesa suscita duas preliminares referentes à eventual ocorrência de prescrição. Examinarei esses questionamentos antes de passar à análise das questões de mérito.

6. A primeira preliminar é de ocorrência da prescrição quinquenal prevista no artigo 1º, *caput*, da Lei nº 9.873/1999. A acusação data de 08.09.2014 e as imputações se baseiam em fatos que teriam ocorrido entre janeiro e setembro de 2007.

7. De acordo com o inciso II do artigo 2º da Lei nº 9.873/1999, o ato inequívoco de apuração dos fatos é suficiente para interromper a prescrição da pretensão punitiva da CVM. Segundo a jurisprudência desta casa, os atos inequívocos incluem aqueles praticados sem a ciência do investigado¹.

8. No caso em tela, as imputações se relacionam à administração e gestão de clubes de investimento por Geração Futuro e/ou Eagle Capital e há registro nos autos de diversos atos praticados com a finalidade de esclarecer os fatos. Das diligências de investigação iniciais, ocorridas ainda nos anos de 2007 e 2008, destaco:

¹ PAS CVN nº 12/2013, j. em 24.05.2016, Dir. Rel. Gustavo Tavares Borba; PAS CVM nº RJ2014/5807, j. em 15.03.2016, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; PAS CVM nº RJ2011/11073 e nº RJ2010/3695, ambos julgados em 15.12.2015, Dir. Rel. Pablo Renteria; PAS CVM nº 14/2009, j. em 11.08.2015, Dir. Rel. Luciana Dias em; PAS CVM nº 04/2009, j. em 11.06.2013, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Moraes; PAS CVM nº 03/2006, j. em 01.12.2010, Dir. Rel. Eli Loria; PAS CVM nº RJ2008/2570, j. em 12.05.2009, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto.



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

- i. o Termo de Intimação CVM/SFI/GFE-5/Nº17/07, de 07.11.2007 (fls. 55/56) e o Termo de Intimação CVM/SFI/GFE-5/Nº01/08, de 08.02.2008 (fls. 2.443/2.444), que trataram de fornecimento de cópias de diversos documentos relacionados aos clubes de investimento mencionados na peça acusatória; e
 - ii. o Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-1/Nº006/2008 (fls. 10/40), emitido em 28.11.2008, que expressamente mencionou (a) a possibilidade de prática de negociação excessiva por gestor de clube de investimento², (b) a presença de mais de 150 cotistas em um único clube (itens 126/129), e (c) as outras supostas irregularidades relacionadas à administração e à gestão dos clubes de investimento selecionados.
9. Posteriormente, em 04.03.2013, foi realizada proposta de instauração de inquérito, nos termos do Memo/CVM/SIN/GIA/Nº93/13 (fls. 03/07), para que se apurassem de maneira mais detalhada os indícios até então coletados a respeito de: (i) irregularidades supostamente praticadas por agentes autônomos de investimento, (ii) contratação pela Geração Futuro de pessoas não autorizadas à atividade de gestão de carteiras de valores mobiliários e (iii) recebimento indevido, pelo gestor, de 50% de taxa de corretagem incidente sobre operações realizadas em nome de alguns clubes de investimento³. Para tanto, apontou-se a necessidade de oitiva de agentes autônomos, de diretores da Geração Futuro e de Ivany de Medeiros.
10. Em 17.05.2013, determinou-se, por meio da Portaria CVM/SGE/Nº120 (fl. 1), instauração de inquérito administrativo, inaugurando a fase final de investigação, que,

² V. item 40 do mencionado relatório: “*ao ser remunerado desta forma, o agente responsável pela gestão dos ativos do clube ensinaria eventual giro excessivo da carteira do mesmo com intuito de gerar receitas para si próprio*”.

³ PJ Monet e Cézanne. Trata-se de acusação contra a Eagle, que cf. indicado no relatório está sendo apurada em processo apartado.



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

por sua vez, contou com diversos atos de apuração, dos quais destaco apenas alguns dos praticados naquele mesmo ano:

- i. o Ofício/CVM/SPS/GPS-1/Nº094/2013, de 19.07.2013, por meio do qual foram solicitadas informações sobre taxas de corretagem por clube em cada mês, descontos concedidos sobre as taxas de corretagem, total de compras e vendas realizadas por cada clube, dentre outras informações (fls. 4.078/4.079);
- ii. o Ofício/CVM/SPS/GPS-1/Nº099/2013, de 12.08.2013, por meio do qual foram solicitadas cópias de estatutos dos clubes e de contratos de prestação de serviços de gestão dos clubes (fls. 4.108-4.109);
- iii. o Ofício/CVM/SPS/GPS-1/Nº100/2013, de 16.08.2013, por meio do qual foram solicitadas cópias dos relatórios analíticos dos clubes de investimento (fls. 4.120/4.122); e
- iv. o Ofício/CVM/SPS/GPS-1/Nº102/2013, de 16.09.2013, por meio do qual foi solicitada à BSM - BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (“BSM”) planilha listando todas as operações realizadas pelos clubes (fls. 4.130-4.131).

11. Embora cause espécie a paralisação ocorrida entre dezembro de 2008 e março de 2013, verifico que os atos de investigação praticados entre maio e setembro de 2013 tiveram o condão de interromper a prescrição ordinária e evitaram o transcurso de cinco anos, que se ultimaria em novembro daquele ano.

12. Desta forma, rejeito a preliminar de prescrição quinquenal.

II.2. PRESCRIÇÃO INTERCORRENTE

13. Os Acusados alegam também ter ocorrido a prescrição intercorrente, prevista no artigo 1º, §1º, da Lei nº 9.873/1999, pois após a conclusão da inspeção em novembro de 2008 não foram praticados quaisquer atos dentro do prazo legal de três anos.



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

14. Sobre o assunto, destaco que é entendimento da CVM⁴ e do CRSFN⁵ que a prescrição intercorrente não incide na fase investigativa, uma vez que o instituto pressupõe o início do processo administrativo sancionador propriamente dito, que, nessa Autarquia, se dá somente com a intimação dos acusados para apresentação de defesa, nos termos do artigo 8º, §1º, da Deliberação CVM nº 538/2008⁶.

15. No caso em tela, o processo administrativo sancionador se iniciou apenas em 2014, e desde então jamais ficou paralisado por três anos, motivo pelo qual também rejeito a incidência da prescrição intercorrente neste caso.

III. MÉRITO

III.1. NEGOCIAÇÃO EXCESSIVA – “*CHURNING*”

Introdução

16. Conforme detalhado no relatório, a Geração Futuro é acusada de negociar excessivamente ativos que compunham a carteira de dez clubes de investimento⁷ por ela administrados, com o propósito de gerar receita de corretagem, em detrimento dos interesses dos condôminos dos respectivos clubes, em infração à norma do artigo 16,

⁴ PAS CVM nº 22/94, Dir. Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 15.04.2004; PAS CVM nº 11/2002, Dir. Rel. Luciana Pires Dias, j. 26.02.2013; PAS CVM nº 08/2012, Dir. Rel. Ana Novaes, j. 16.12.2014; PAS CVM nº 23/2010, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 04.11.2014; PAS CVM nº RJ2010/3695, Dir. Rel. Pablo Waldemar Renteria, j. 15.12.2015.

⁵ Acórdão CRSFN nº 11434/15, Recurso nº 11411, 375ª Sessão, Cons. Rel. Bruno Meyerhof Salama, j. 27.01.2015; Acórdão CRSFN nº 285/2017, Recurso nº 13.600, 403ª Sessão, Cons. Rel. Flávio Maia Fernandes Dos Santos.

⁶ §1º Considerar-se-á instaurado o processo administrativo com a intimação dos acusados para apresentação de defesa, nos termos do art. 13 desta Deliberação.

⁷ Quais sejam: Gol Doc, Gol Family, Gol Mil, Gol Colina, Gol Meta, Gol Acadêmico, Gol Barriga Verde, Gol Mina, Gol Igualdade e Gol Ideal. Em benefício da síntese, doravante irei me referir a esse conjunto de clubes de investimento como os clubes da “Família Gol”.



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

inciso VI, da Instrução CVM nº 306/1999⁸.

17. A prática de negociação excessiva, internacionalmente conhecida como *churning*, é aquela realizada por pessoas que, atuando com controle sobre recursos de terceiros, realizam excessivos negócios em nome do cliente, visando não ao melhor interesse do cliente, mas a gerar taxas e comissões para si ou para outrem⁹. Trata-se de uma modalidade de fraude praticada no âmbito do mercado de capitais que foi estudada e delimitada principalmente a partir da experiência do mercado norte-americano.

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

⁸ Atualmente, as normas da CVM que repelem a prática do *churning* são previstas no artigo 17, inciso VII, da Instrução CVM nº 558/2015 e artigo 20, inciso III, da Instrução CVM nº 494/2011 e no item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979 (operação fraudulenta), proibido pelo item I daquele mesmo normativo. Os comandos da Instrução CVM nº 558/2015 – assim como os da Instrução CVM nº 306/1999, que a antecedeu – são aplicáveis diretamente aos administradores de carteira de valores mobiliários. Já a proibição de realizar operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários é aplicável a todas as pessoas que realizam operações no mercado, independentemente de atuarem em nome próprio ou de terceiros, ou de terem autorização para exercer atividade sujeita a registro.

Vale lembrar também a norma contida no artigo 2º, § 5º, da Instrução CVM nº 539/2013, que, embora não se refira diretamente à mencionada irregularidade, repele sua prática ao proibir as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários, de recomendar produtos, serviços ou operações que, isoladamente ou em conjunto, impliquem custos excessivos e inadequados ao perfil do cliente.

⁹ Carras v. Burns, 516 F.2d 251, 258 (4th Cir. 1975): “*Churning occurs when a broker, exercising control over the volume and frequency of trading, abuses his customer's confidence for personal gain by initiating transactions that are excessive in view of the character of the account.*” Neste voto, farei constantes referências à doutrina, à jurisprudência e à regulação dos Estados Unidos acerca da matéria. Embora existam diferenças substanciais entre o sistema norte-americano e o brasileiro, podemos nos aproveitar da experiência daquela jurisdição desde que tomados os devidos cuidados de adaptação. Com relação ao *churning*, a experiência brasileira é relativamente recente e a jurisprudência é ainda incipiente, enquanto nos Estados Unidos o assunto é discutido há mais de quatro décadas.



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

subjeto podem ser demonstrados a partir de provas indiciárias, desde que a acusação seja suportada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam invalidados por contraindícios.

19. No caso em tela, a acusação de *churning* foi acertadamente restrita aos clubes cuja gestão, segundo os seus respectivos estatutos sociais, cabia à Geração Futuro. A acusada não contesta esse fato, razão pela qual entendo não haver dúvidas quanto ao **controle**, pela Geração Futuro, das carteiras que alegadamente foram giradas em excesso. Assim sendo, a discussão *in casu* acerca da prática de *churning* envolve avaliar se as carteiras dos referidos clubes foram, de fato, giradas em excesso com o intuito de gerar corretagens indevidas à acusada.

20. A acusação busca demonstrar o **giro excessivo** com base em dois indicadores usualmente mencionados na literatura especializada: (1) a **taxa de giro** da carteira (*turnover ratio*, “TR”) e (2) a **razão custo sobre patrimônio** (*cost/equity ratio*, “C/E”). Adicionalmente, a acusação (3) aplica os indicadores de TR e C/E, inicialmente utilizados para analisar o comportamento de cada carteira em sua totalidade, também para os ativos mais negociados por cada clube.

21. O exame da jurisprudência local e internacional evidencia a importância que tais indicadores (TR e C/E) têm em casos instaurados para apurar a prática de *churning*. A literatura especializada demonstra que existem variadas formas de se calcular cada um desses indicadores. No Brasil, o estudo pioneiro acerca dos parâmetros para a caracterização da prática de *churning* no Brasil foi realizado pela Gerência de Análise e Estratégia da BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”) em 2011¹⁰ (doravante, o “Estudo BSM”). Em 2013, a Assessoria de Análise e Pesquisa (“ASA”) da CVM

¹⁰ Gerência de Análise e Estratégia da BM&FBovespa Supervisão de Mercados. *Relatório de Análise 001/2011 - Determinação dos parâmetros para a caracterização da prática de churning no Brasil*. Julho/2011. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/noticias/REL-GAE-01-2011-Churning.pdf>. Acesso em 15.12.2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

elaborou o seu próprio estudo sobre indicadores de *churning* no mercado brasileiro¹¹ (o “Estudo ASA”). Conforme explorarei ao longo deste voto, os estudos da BSM e da ASA se valeram de metodologias diversas para o cálculo dos indicadores e chegam a resultados distintos.

22. Por ora, cumpre ressaltar que os 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.** Segundo a doutrina:

“The excessive trading standard involves an in-depth probe into the relationship between the amount of trading activity and the customer's investment objectives. Such an inquiry necessitates an evaluation of the relationship between a qualitative characteristic (investor objectives) and a quantitative measurement (trading activity). The investor's qualitative individual objectives generally set the standard in any churning case. Different investors desire diverse financial risks and returns and therefore utilize a rich variety of investment vehicles such as bonds, bluechip stocks, speculative stocks, and options. For example, courts generally accept the proposition that the frequency of trades for a speculator naturally might exceed that for a person desiring a low-risk investment strategy and preservation of initial capital invested.”¹²

¹¹ *Indicadores de Churning* (Julho/2013). Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Estudo_Churning.pdf.

¹² WINSLOW, Donald Arthur & ANDERSON, Seth C. “A Model for Determining the Excessive Trading Element in Churning Claims”. In *North Carolina Law Review*, Volume 68-2 (1990). Disponível em: <http://scholarship.law.unc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3287&context=nclr>. Acesso em 28.12.2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

23. Assim como nos Estados Unidos, a análise do giro da carteira para fins de apuração de responsabilidade em nosso país deve, necessariamente, ser realizada à luz do perfil do cliente e de seus objetivos de investimento¹³. Naquele país, está consolidado o entendimento de que nenhum indicador pode ser considerado uma prova cabal e irrefutável de negociação excessiva, que possa ser indiscriminadamente aplicada em todos os casos¹⁴. Em linha com a jurisprudência estadunidense, a regra da FINRA (*Rule 2111(a) – Suitability*) expressamente prevê que nenhum teste, considerado isoladamente, define a negociação excessiva, ressaltando, todavia, que fatores como os indicadores de TR e C/E, bem como sucessivas compras e vendas de um mesmo ativo podem fornecer elementos para concluir que a regra de adequação quantitativa (*quantitative suitability*) foi descumprida¹⁵.

¹³ Vide o trecho de *Carras v. Burns*, 516 F.2d 251, 258 (4th Cir. 1975), transcrito na nota de rodapé 10 acima. No mesmo sentido, e.g., *Rizek vs. SEC*, 215 F.3d 157 (1st Cir. 2000): “*Churning is commonly said to have three elements: (1) control of the customer's account by the broker, either explicit or de facto; (2) excessive trading in light of the customer's investment objectives; and (3) scienter -- the required state of mind for liability under Section 10(b) and Rule 10b-5*” (sem grifos no original).. No mesmo sentido, *Hotmar v. Lowell H. Listrom & Co.*, 808 F.2d 1384, 1385 (10th Cir. 1987): “*a broker may be held liable for violation of federal securities laws once an investor proves that: (1) the trading in his account was excessive in the light of his investment objectives; (2) the broker in question exercised control over the trading in the account; and (3) the broker acted with an intent to defraud or with willful and reckless disregard for the investor's interests.*” (sem grifos no original).

¹⁴ *Costello v. Oppenheimer & Co.*, 711 F.2d 1361, 1369 n.11 (7th Cir. 1983): “*Whether a particular turnover rate is excessive depends on the objectives of the customer.*” A doutrina também faz essa importante ressalva: “*Because determination of an excessive turnover rate depends on the nature of the account and the circumstances of the investor, it is impossible to state definitively how many times an account must be turned over during a given period before trading will be deemed excessive*”. O'HARA, Patricia A. *The Elusive Concept of Control in Churning Claims under Federal Securities and Commodities Law* (1987), p. 1981. Disponível em http://scholarship.law.nd.edu/law_faculty_scholarship/875/. Acesso em 28.12.2017.

¹⁵ FINRA Rule 2000. Duties and Conflicts. 2100. Transactions with Customers. 2110. Recommendations. 1111. Suitability. Supplement Material – 5. Components of Suitability Obligations: “*No single test defines excessive activity, but factors such as the turnover rate, the cost-equity ratio, and the use of in-and-out trading in a customer's account may provide a basis for a finding that a member or associated person has violated the quantitative suitability obligation.*” Disponível em: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=9859. Último acesso em 15.12.2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

24. No Brasil, as regras específicas dos administradores de carteira e a regra geral que proíbe a realização de operações fraudulentas são menos explícitas, mas delas se pode extrair que o perfil do cliente é uma medida importante na análise sobre o giro da carteira. Afinal de contas, as regras das Instruções CVM nº 494/2011 e 558/2015 proíbem operações realizadas com a finalidade de gerar receitas de corretagem, enquanto a Instrução CVM nº 8/1979, no dispositivo aplicável ao caso, veda a utilização de “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”. Em ambos os casos, portanto, busca-se proibir que decisões relativas à movimentação da carteira sejam tomadas não no melhor interesse do cliente (logo, considerando seu perfil e os seus objetivos de investimento), mas com o objetivo de beneficiar um terceiro (seja esse um gestor, um intermediário ou outro agente)¹⁶.

25. 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.**

26. Ao longo dos próximos parágrafos, irei analisar os argumentos da acusação e da defesa referentes aos três indicadores de *churning* empregados pela acusação. Os

¹⁶ Não irei neste voto me aprofundar na discussão sobre as eventuais diferenças do elemento subjetivo constante das normas aqui invocadas, uma vez que não se trata de matéria relevante para o deslinde do caso em análise.



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

outros elementos trazidos pela acusação e pela defesa com o objetivo de reforçar ou refutar a tese de *churning* serão analisados em conjunto com os referidos indicadores, conforme aplicáveis.

1º Indicador: TR – Taxa de Giro da Carteira

27. O primeiro indicador utilizado foi a taxa de giro da carteira, doravante referido simplesmente como “TR”, que mede a razão entre o total de operações realizadas¹⁷ e o patrimônio líquido do fundo (ou, como no caso, do clube de investimento). A acusação destaca os clubes que apresentaram TR acima de 8, taxa que, segundo o Estudo BSM, indica alta probabilidade de *churning*. De plano, ressalto que, de acordo com a jurisprudência da CVM¹⁸, a mera identificação de TR superior a 8 não é suficiente para caracterizar a negociação excessiva.

28. Dos 151 clubes de investimento analisados, 15 (9,27%) apresentaram TR acima de 8. A acusação apurou que 3 dos 6 clubes com a maior taxa de giro da carteira (incluindo os dois que tinham os maiores TR) eram geridos por cotistas dos próprios clubes, que (na proporção de suas participações) arcavam com os custos por esses incorridos e não recebiam nenhuma remuneração em razão de tais despesas (como, por exemplo, mediante rebates). Por tal motivo, a acusação de *churning* não abrange esses três clubes. Outros três clubes de investimento – que coincidentemente eram os três outros clubes de investimento com maior TR – também foram excluídos dessa acusação, mas por motivo diferente: a prescrição. A diferenciação decorre do fato de tais clubes não terem sido analisados nas diligências iniciais realizadas em 2007 e 2008.

¹⁷ Há diferentes formas de calcular o TR, que podem considerar, por exemplo, apenas as compras ou as vendas. Sobre o assunto, cf. Estudo ASA.

¹⁸ PAS CVM nº RJ2014/12921, j. em 10.02.2017, Dir. Rel. Pablo Waldemar Renteria; PAS CVM nº 24/2010, j. em 27.5.2015, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes; e PAS CVM nº SP2012/480, j. em 27.10.2014, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes.



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

29. Feitos esses expurgos, temos a princípio nove clubes da Família Gol. O fato de estarmos lidando com um número reduzido de clubes, pinçados de um universo maior, não desautoriza a tese da acusação, pois o artigo 16, inciso VI, da Instrução CVM nº 306/1999 não se traduz em um dever de diligência, baseado em controles internos, sendo uma verdadeira vedação a que se gire excessivamente a carteira de um cliente com a finalidade de gerar receitas de corretagem.

30. De volta aos clubes da Família Gol, os nove clubes destacados apresentaram taxas de giro entre 8,22 (Gol Igualdade) e 10,34 (Gol Doc), com um TR médio de 9,34. Tais taxas são inegavelmente altas – o Estudo ASA, por exemplo, indica que, em 2007, o TR médio de um fundo de investimento ativo que perseguia o IBOVESPA era substancialmente inferior a esse patamar (o TR de referência para o terceiro quartil, considerando apenas fundos com esse perfil, era de 3,4). Não obstante, reconheço que a acusação em análise envolve taxas de giro substancialmente menores do que as vistas nos precedentes já analisados por esse Colegiado.

31. Por exemplo, o PAS CVM nº 24/2010 lidou com um caso onde a taxa de giro chegou a 68,3 em um ano (2006). Da mesma forma, o precedente mais recente – PAS CVM nº RJ 2014/12921 – envolveu taxas de giro oscilando entre 24,29 e 42,89. Ou seja, o menor indicador TR que embasou os processos anteriores é mais de duas vezes superior à maior taxa de giro apontada neste caso. Esse fato, é claro, não afasta a acusação, mas recomenda certa cautela quanto às conclusões que se pode extrair do referido indicador.

32. Ademais, o exame do giro requer uma análise do perfil de investimento dos clubes supostamente lesados. Esse tem sido um importante elemento em casos similares. Em um precedente, por exemplo, o Colegiado entendeu que o giro elevado não era um indício forte de irregularidade dado que o suposto lesado era um fundo



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

agressivo¹⁹. Reversamente, o Colegiado já considerou que o TR elevado era uma prova robusta da irregularidade em um caso que envolvia a gestão de carteira de um fundo de pensão “cujo horizonte de investimento é de longo prazo”²⁰.

33. Não há nos autos muitos elementos que nos permitam aprofundar esse exame. A acusação fundamenta a sua tese em uma manifestação da Geração Futuro (fls. 4421) em que essa afirma que os clubes e fundos por ela geridos teriam “forte componente fundamentalista”. Embora concorde que as taxas de giro das carteiras dos clubes da Família Gol não são, a princípio, compatíveis com uma estratégia fundamentalista, entendo que não se pode dar um peso excessivo à manifestação da Geração Futuro. Afinal de contas:

- (i) o trecho foi extraído de uma resposta dada a um ofício enviado em 2014, ou seja, muito após a data das operações aqui analisadas;
- (ii) a passagem em questão não tratava especificamente dos clubes investigados, mas se referia genericamente a todos os clubes e fundos geridos pela acusada, um conjunto, naturalmente, heterogêneo; e
- (iii) a carta discutia a falta de homogeneidade nas taxas de corretagem cobradas pela Geração Futuro de diferentes veículos por ela geridos (fato que originou uma acusação específica, que será analisada no próximo item deste voto) e não fazia qualquer referência mais específica às estratégias de investimento – o trecho que menciona o “componente fundamentalista” tratava, de fato, da política de prestação de serviços da Geração Futuro e da estrutura por ela adotada a fim de garantir a confidencialidade das estratégias de posicionamento dos seus clubes e fundos.

¹⁹ PAS CVM nº 34/00, j. 16.09.2004, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro.

²⁰ PAS CVM nº 24/2010, j. em 24.05.2014, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.



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

34. Os estatutos sociais dos clubes de investimento da Família Gol²¹ também não explicitavam suas respectivas estratégias de investimento. Analisando os referidos documentos, verifico que suas carteiras eram predominantemente compostas por ações, e que não havia restrição estatutária à realização de operações de curto prazo. Em alguns casos, o estatuto permitia, inclusive, a realização de certas aplicações no mercado de derivativos. Embora tais dados não sejam conclusivos, eles indicam que tais fundos poderiam ter um perfil mais agressivo. A defesa não aprofunda esse argumento e não traz outros elementos que nos permitam concluir que tais clubes tinham um perfil agressivo e compatível com as suas altas taxas de giro.

35. Em resumo, a análise do TR indica que (i) os clubes da Família Gol apresentaram taxas de giro elevadas, que excedem a taxa que, segundo o Estudo BSM, indica alta probabilidade de *churning*; (ii) as taxas apuradas são, contudo, substancialmente inferiores àquelas vistas em precedentes da CVM; e (iii) não há nos autos elementos que nos permitam aprofundar o exame sobre o perfil dos clubes, que é um dado de suma importância para essa análise. Feitas essas observações, passo ao exame do segundo indicador.

2º Indicador: C/E – Razão custo sobre patrimônio

36. O segundo indicador utilizado pela acusação é o *cost/equity ratio*, ou simplesmente, C/E. Em resumo, esse indicador busca medir a parcela do investimento que é consumida pelos custos de transação e é usualmente utilizado para complementar a análise feita com base no TR.

37. Nesse ponto, a acusação utiliza como baliza as conclusões constantes do Estudo ASA, que diverge substancialmente do Estudo BSM quanto aos parâmetros de

²¹ Os estatutos sociais dos clubes de investimento encontram-se, respectivamente em: Gol Mil (fl. 74), Gol Acadêmico (fl. 120), Gol Igualdade (fl. 125), Gol Meta (fl. 130), Gol Family (fl. 150), Gol Ideal (fl. 155), Gol Colina (fl. 160), Gol Doc (fl. 163), Gol Barriga Verde (fl. 167), Gol Mina (fl. 177).



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

identificação de custo excessivo. Com efeito, o Estudo BSM calcula o C/E com base na rentabilidade histórica do mercado acionário brasileiro e, a partir da rentabilidade média do IBOVESPA entre os anos de 1996 e 2010, chega a um percentual de 21%.

38. O Estudo ASA, por sua vez, propõe que o C/E seja examinado através da comparação dos custos de negociação de um determinado fundo com o custo de negociação médio de fundos similares (considerando apenas as vendas realizadas no período). A ASA coletou informações referentes ao mercado brasileiro entre os anos de 2000 e 2012 e, em seu estudo, não apresenta um número único para cada indicador e sim patamares diferenciados, tanto em razão do comportamento médio do mercado a cada ano, quanto em função do perfil do investidor (o estudo considera fundos exclusivos e não exclusivos, e nesse caso, fundos com mais ou menos de 20 cotistas). O Estudo ASA chegou a um percentual de 4,1% no período relevante para a presente análise.

39. Dado que a própria acusação reconhece a incidência de prescrição em relação a alguns clubes de investimento e à falta de controle, pela Geração Futuro, do giro da carteira de outros clubes (vide item 31 acima), irei analisar somente o C/E dos clubes da chamada Família Gol. Noto, de plano, que além dos 9 clubes que apresentaram TR acima de 8, a acusação inclui, ainda, o clube Gol Ideal, dado que tal clube possuía uma carteira praticamente idêntica e operava nos mesmos dias e em horários próximos aos demais. Estamos, portanto, falando de 10 clubes.

40. Nenhum desses clubes atingiu o C/E de 21% proposto no Estudo BSM. Utilizando a metodologia da BSM, vemos que o maior C/E dentre os clubes da Família Gol foi de 14,34% (Gol Doc) e que, na média, os referidos clubes apresentaram um C/E de 12,57% no período.

41. A acusação se baseia, contudo, no C/E calculado na forma prescrita no Estudo ASA e, conseqüentemente, toma como limite o percentual de 4,1% ali indicado.



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

Analisando os fatos com base nessa metodologia, noto que dois clubes (Ideal e Igualdade) têm C/E abaixo desse percentual – inclusive o clube cujo TR era inferior a 8. Os demais clubes excedem o limite indicado no Estudo ASA, mas não de modo significativo: o maior C/E, calculado na forma proposta pela ASA, foi de 4,95% (Gol Doc) e, na média, os clubes da Família Gol apresentaram um C/E ajustado de 4,14% no período.

42. A Geração Futuro alega que a acusação empregou metodologias variadas de forma seletiva, retirando de cada uma apenas os dados que favorecessem a sua tese. O argumento, a meu ver, não merece prosperar, pois a acusação se utiliza de estudos diferentes para tratar de dois indicadores (TR e C/E) que, embora sejam usualmente utilizados em conjunto, não se confundem.

43. A meu ver, ambas as análises – bem como outras metodologias – podem servir de elementos para subsidiar uma acusação dessa natureza. Em qualquer situação, os indicadores são apenas indícios, que podem ser refutados pela defesa, inclusive com base em outras estatísticas²². Especificamente com relação à análise do C/E, entendo que a metodologia utilizada no Estudo ASA é, de fato, mais robusta do que a do Estudo BSM, pois considera os custos de fundos semelhantes, ano a ano, e não a rentabilidade

²² No Processo Administrativo Sancionador CVM N° RJ2015/1591, j. 26.09.2017, tive a oportunidade tratar de provas estatísticas e da possibilidade de se utilizar, desde que de forma devidamente embasada, de diferentes variáveis em casos distintos. Embora o contexto fosse diferente (lá, discutimos a utilização de diferentes metodologias para demonstrar a ocorrência de “oscilação atípica” para fins da Instrução CVM n° 358/2002), as observações feitas naquele caso me parecem, com as devidas adaptações, igualmente aplicáveis aqui: “66. (...) entendo que nenhuma metodologia estatística é, por si só, suficiente para concluirmos pela atipicidade do comportamento do mercado. Essa análise deve, necessariamente, ser feita de forma circunstanciada, considerando as características do caso concreto. As estatísticas utilizadas pelas áreas técnicas em acusações dessa natureza são, portanto, elementos que permitem analisar de forma crítica o comportamento do valor mobiliário, mas as conclusões fornecidas por tais modelos sempre poderão ser afastadas em razão de outros argumentos, inclusive de natureza estatística. 67. Entendo, portanto, que a acusação não é obrigada a utilizar sempre os mesmos meios de prova em casos instaurados para apurar a eventual falha na divulgação de fato relevante em razão de oscilação atípica. De fato, a adoção de um único critério estatístico, objetivamente verificável, facilitaria o cumprimento da norma, mas não seria fiel ao seu espírito, que é de evitar situações de assimetria informacional relevante no mercado.”



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

do mercado. Ressalto, todavia, que a relevância do Estudo ASA para casos futuros depende de uma atualização periódica dos indicadores de *churning*, de forma a que esses continuem refletindo as condições de mercado a cada período.

44. Segundo o Estudo ASA, a probabilidade de um fundo de investimento não exclusivo com mais de 20 cotistas ter, em 2007, um C/E de 4,1% ou superior era de 2,5%. Vale destacar que embora o referido estudo seja posterior aos fatos, ele considera as circunstâncias específicas do período analisado. Nessa perspectiva, é significativo notar que o C/E de 8 dos 10 clubes da Família Gol (ou seja 80%) excediam o marco indicado no Estudo ASA. Embora o referido estudo tenha se baseado em fundos de investimento em ações, ressalto que os clubes em tela tinham suas carteiras geridas por um gestor profissional, e, em certos aspectos, estavam mais próximos de um fundo de investimento do que de um típico clube.

45. Por outro lado, não posso deixar de notar que, também na perspectiva do C/E, estamos diante de uma situação onde os valores não excedem de forma significativa os limites propostos nos estudos especializados, fato que distingue este caso dos precedentes da CVM sobre a matéria. Nesse sentido, noto que no PAS CVM nº SP2012/480, o *churning* foi caracterizado em uma carteira cujo C/E era de 37,4%, valor que, para fins de referência, foi então comparado com a rentabilidade média do Ibovespa (22,68%). O PAS CVM nº RJ 2014/12921, por sua vez, indicava taxas C/E que variavam de 26,03% a 45,50%.

46. As conclusões a respeito do indicador C/E são, portanto, similares àquelas obtidas pela análise do TR: taxas altas, mas não tão elevadas como nos precedentes. No caso do C/E, vale ressaltar que os percentuais são bastante próximos daquele indicado como limítrofe no Estudo ASA, e que se considerássemos o estudo BSM, nenhum dos fundos atingiria o percentual considerado como indicador de irregularidade.



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

3º Indicador: “Análise Qualitativa” – TR e C/E de Ativos Específicos

47. Por fim, a acusação calculou os indicadores TR e C/E individuais dos ativos mais negociados por cada um dos clubes de investimento da Família Gol. A acusação justifica o emprego de tal metodologia em um artigo de um advogado norte-americano, que argumenta que a análise do TR consolidado de uma carteira pode mascarar a negociação excessiva caso essa seja concentrada em alguns poucos ativos²³. Para ilustrar, vale transcrever trecho do referido estudo:

“Por exemplo, imagine que uma conta possui vinte e cinco ativos e que vinte e quatro são mantidos enquanto o vigésimo quinto é trocado a cada duas semanas por um ano. A conta teria sofrido negociações excessivas mesmo que um cálculo convencional do giro apontasse um turnover ratio de 1. O cálculo do turnover ratio baseado no valor das ações negociadas – isto é, excluindo as vinte e quatro ações mantidas ao longo do ano – aponta um turnover ratio nesse exemplo de 26, o que reflete com mais precisão o padrão de negociações”.²⁴

48. Dado que as carteiras dos clubes da Família Gol já apresentavam, no agregado, giros elevados, poder-se-ia objetar que as conclusões dessa análise, *in casu*, seriam evidentes – afinal de contas, quando uma carteira composta por ativos mais e menos negociados tem, em termos globais, um giro elevado, parece intuitivo concluir que os seus ativos mais negociados irão apresentar um alto TR. Todavia, parece-me que essas análises adicionais fornecem elementos importantes em casos como este, onde os indicadores classicamente utilizados, calculados com base na carteira, são elevados, mas

²³ MCCANN, Craig. *Churning Revisited: Trading Costs and Control*. Disponível em: <http://www.slcg.com/pdf/workingpapers/Churning%20Revisited.PDF>. Acesso em 15.12.2017.

²⁴ Idem, p. 5. Tradução livre. No original: “For example, imagine an account has twenty-five securities and that twenty-four are held while the twenty-fifth security is switched out every two weeks for a year. The account would have been excessively traded even though a conventional turnover calculation would yield a turnover ratio of 1. Calculating a turnover ratio based on the value of the securities traded - that is, excluding the twenty-four securities held throughout the year - yields a turnover in this example of 26, which more accurately reflects the standardized level of trading”.



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

não excedem em muito os patamares usualmente indicados para verificar se houve negociação excessiva.

49. A análise dos indicadores individuais, calculados para os ativos mais negociados pelos clubes da Família Gol, traz elementos que corroboram a tese da acusação. Os dados constantes da tabela transcrita no relatório trazem, a meu ver, fortes indícios de que certos ativos eram negociados excessivamente, gerando corretagens substanciais. Senão vejamos:

- (a) considerando o giro do papel pelo patrimônio líquido correspondente àquele ativo, a taxa de giro do ativo mais negociado em cada um dos clubes variou de 27,88% (negócios de Gol Mil com GOAU4) a 109,00% (negócios de Gol Igualdade com GOAU4);
- (b) pelo menos um ativo de cada clube foi girado em montante superior ao patrimônio líquido total daquele clube; e
- (c) considerando as comissões gastas com um único papel dividido pela parcela do patrimônio líquido do clube correspondente àquele papel, vemos que o maior C/E por ativo variou de 31,88% (custos de Gol Mil com VALE5) a 113,36% (negócios de Gol Igualdade com GOAU4).

50. A defesa faz algumas objeções genéricas aos indicadores utilizados, mas não traz elementos que refutem concretamente as metodologias empregadas pela acusação. Em minha avaliação, certos cuidados são necessários na utilização dos critérios usualmente empregados para analisar o giro de uma carteira para avaliar as negociações de um ativo específico, visto de forma destacada. É necessário, especialmente, refletir se as taxas e percentuais pensados para carteiras podem ser automaticamente replicados no exame isolado dos ativos que a compõem.



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

51. Essa ponderação parece especialmente pertinente no tocante ao TR, uma vez que os parâmetros de TR indicados tanto no Estudo BSM quanto no Estudo ASA foram construídos com base em carteiras, e é evidente que o TR dos ativos mais negociados de uma determinada carteira sempre será superior ao TR médio daquele portfólio. No tocante ao C/E, a preocupação perde relevância, dado que a metodologia do Estudo ASA parece igualmente aplicável a um ativo ou a uma cesta de ativos – o cálculo considera a parcela do patrimônio investida em um ativo (ou em conjunto de ativos) que foi consumida em negociações com aquele ativo (ou, conforme o caso, conjunto de ativos).

52. De qualquer modo, no caso concreto, os indicadores TR e C/E obtidos na análise individualizada dos ativos mais negociados são bastante elevados e constituem, no meu entender, mais um sólido indício de que as carteiras foram, de fato, giradas em excesso com o objetivo de gerar corretagem, em detrimento do melhor interesse dos cotistas dos clubes da Família Gol.

53. Corroborando os dados, a acusação traz alguns exemplos de negócios que demonstram que a decisão de investimento dos referidos clubes frequentemente obedecia a uma sistemática de comprar o ativo, vendê-lo poucos dias depois, recomprar o mesmo ativo após um período e repetir tais passos sucessivamente, sem qualquer fundamentação econômica ou financeira minimamente plausível. A defesa, por sua vez, argumenta que as operações destacadas não corroborariam a tese da acusação. Nesse sentido, aponta que as operações constantes do relatório de acusação foram lucrativas para os clubes e que, no tocante às operações do Clube Gol Mina com ações do tipo VALE5, as posições desfeitas somente foram remontadas após períodos que variaram de 2 a 4 meses.

54. A meu ver, a defesa distorce o argumento da acusação, ao deslocar a análise temporal para o período entre a desmontagem da posição e o novo investimento no



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

papel, enquanto a acusação se referia ao prazo de duração de cada posição naquele ativo. Nesse sentido, noto que os exemplos trazidos na acusação demonstram que as posições em certos papéis eram, muitas vezes, desmontadas em poucos dias. Esse padrão de negociação (*in-and-out trading*) é, reconhecidamente, outro forte indício da prática de *churning*²⁵.

55. Considerando que o acusado era um gestor profissional e que os ativos mais negociados eram, em sua maioria, ações de algumas *blue chips* brasileiras, parece-me que a simples indicação de que os clubes auferiram lucro nos negócios não é suficiente para afastar a acusação, especialmente quando se tem em mente que a bolsa brasileira experimentou uma forte valorização no período tratado neste PAS. A prática de *churning* “consume” parte da lucratividade dos clubes de investimento de modo que seus cotistas poderiam ter auferido um retorno ainda maior se não tivesse ocorrido essa prática.

Sobre a rentabilidade dos clubes da Família Gol

56. Antes de concluir essa parte, gostaria de tecer alguns breves comentários sobre a rentabilidade dos clubes da Família Gol no período coberto por este PAS. O resultado global do cliente não me parece determinante para um caso de *churning* – o fato de o cliente auferir lucro não afasta a possibilidade de prática de negociação excessiva, assim

²⁵ De acordo com a jurisprudência norte-americana, o *in-and-out trading* é caracterizado pela venda de todo ou de parte do portfólio do cliente, seguida do reinvestimento dos recursos daí decorrentes em outros valores mobiliários, os quais são então também rapidamente alienados (“*sale of all or part of a customer's portfolio, with the money reinvested in other securities, followed by the sale of the newly acquired securities*”). O *in-and-out trading* é expressamente mencionados na regra do autorregulador (FINRA) como indicativo de irregularidade, ao lado dos indicadores de TR e C/E. Vide nota 17 acima. *Costello v. Oppenheimer & Co.*, 711 F.2d 1361, 1369 n.9 (7th Cir. 1983). De acordo com a a FINRA, “a broker's use of in-and-out trading ordinarily is a strong indicator of excessive trading”. V. *Additional Guidance on FINRA's New Suitability Rule*, nota 68. Disponível em http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element_id=10722&print=1. Acesso em 28.12.2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

como o fato de uma carteira bastante movimentada ter prejuízo não permite concluir automaticamente pela prática da referida infração.

57. Os fatos tratados neste processo transcorreram em um período em que o mercado brasileiro experimentou uma forte valorização. Embora os clubes da Família Gol, exceto o Gol Doc, tenham obtido rentabilidade acima do IBOVESPA no período, já considerando os custos de transação, a acusação demonstra que a rentabilidade dos papéis detidos pelos clubes foi, em geral, muito mais elevada do que a rentabilidade dos portfólios, e trazem elementos que demonstram de forma bastante contundente como os custos de transação consumiram parte substancial da rentabilidade de tais clubes.

58. Ressalto, por fim, não estar defendendo que uma carteira não possa ser girada, ou pretendendo estabelecer limites objetivos ao giro. Todavia, a meu sentir, **é razoável esperar que um gestor profissional avalie, a cada operação, se a expectativa de retorno adicional decorrente da mudança de investimento, descontados os custos incorridos naquela operação, é positiva.** Em casos como o presente – onde os clubes pagavam, em geral, corretagens altas e as carteiras eram giradas de forma expressiva para, ao final, voltarem a investidor nos mesmos ativos – o gestor deve ter bases razoáveis para acreditar que a rentabilidade dos novos ativos da carteira durante um determinado período, descontados os custos incorridos com as operações cursadas naquele período, excede a rentabilidade que esperava do ativo que, no final das contas, pretende manter na carteira no longo prazo e que está sendo temporariamente substituído.

59. Nos autos, como visto, existem indícios substanciais de *churning* e não identifiquei nenhum contraíndice que nos permita concluir que o elevado número de negócios foi realizado para beneficiar os cotistas dos clubes e não para gerar corretagem.



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

Conclusões sobre a acusação de giro excessivo

60. Ante todo o exposto, entendo que a acusação logrou apresentar um conjunto de provas suficientemente robusto para sustentar uma condenação por infração ao artigo 16, inciso VI, da Instrução CVM nº 306/1999.

61. Nesse sentido, ressalto novamente que os clubes da Família Gol apresentaram um TR superior à taxa apontada no Estudo BSM como indicativa de alta probabilidade de churning. Do mesmo modo, os clubes apresentaram percentuais de C/E bastante elevados.

62. Parece-me claro que, **olhando apenas para os índices, quanto maiores esses forem em um caso concreto, maior valor probatório deve a eles ser atribuído**. Nos casos em tela, tanto o TR quanto o C/E das carteiras não excederam de modo tão gritante os limites indicados nos estudos de referência, como nos precedentes já julgados pelo Colegiado. Por um lado, não se pode dar a esse fato um peso excessivo – os limites já foram calculados pensando em situações extremas, e considerar que a irregularidade somente resta caracterizada quando os marcos são em muito ultrapassados significa, em última medida, dizer que os referidos marcos pouco valem. Por outro lado, em casos menos extremos, a acusação deve, sempre que possível, buscar outros elementos de prova que corroborem a sua tese.

63. No meu sentir, a acusação se desincumbiu dessa tarefa, apresentando elementos adicionais que reforçam a convicção de que as carteiras dos clubes da Família Gol foram excessivamente giradas com o objetivo de gerar corretagem. Assim, voto pela condenação da Geração Futuro pela prática de *churning*.



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

III.2. NEGLIGÊNCIA NA DEFESA DOS DIREITOS E INTERESSES DOS CLUBES DE INVESTIMENTO AO NÃO NEGOCIAR DESCONTO NAS TAXAS DE CORRETAGEM GERADAS PELAS OPERAÇÕES REALIZADAS POR ESTES CLUBES

64. A Geração Futuro é acusada de ser negligente na defesa dos direitos e interesses de sete clubes de investimento que administrava no período, descumprindo assim seu dever fiduciário enquanto administradora de carteira de valores mobiliários (artigo 16, inciso VII, c/c artigo 14, inciso II, ambos da Instrução CVM nº 306/1999). A acusação se baseia unicamente no fato de que certos clubes geridos pela Geração Futuro pagavam taxa de corretagem no valor correspondente ao percentual indicado na tabela Bovespa (0,5% sobre compras e vendas de valores mobiliários), enquanto outros clubes obtinham descontos que variavam entre 50 e 80% desse valor.

65. A Geração Futuro reconhece que os diferentes clubes pagavam taxas de corretagem distintas. Afirmou que, como regra geral, não concedia descontos aos clientes, e que os descontos eram concedidos por razões econômicas e comerciais, de maneira que optaram por conceder rebates para os clubes cuja gestão fosse da Geração Futuro, em clubes de investimento familiares, onde a possibilidade de discutir suas convicções em relação ao mercado e empresas, sem que pudesse ter qualquer participação na decisão final de compra e venda de qualquer ativo.

66. A acusação entende que a Geração Futuro era também a intermediária dos negócios cursados pelos clubes – havendo aí um potencial conflito de interesses – e não diligenciou para reduzir os custos de corretagem justamente para os clubes de investimento que não eram ditos “exclusivos” ou “familiares”, ou seja, que tinham menos capacidade de barganhar com a corretora – que, repiso, era a própria gestora dos recursos.

67. A meu ver, **a acusação se suporta em entendimento correto, no sentido de que os deveres fiduciários inerentes à atividade de administração e gestão de**



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

recursos de terceiros se sobrepõem aos interesses próprios da corretora de valores mobiliários enquanto intermediária, exigindo que esta atue com diligência e lealdade, como se estivesse lidando com seus próprios negócios²⁶. Trata-se de norma que exige que a administradora priorize os direitos e interesses de quem a contratou em quaisquer situações que apareçam durante a relação contratual continuada e não somente em relação àquilo que foi expressamente pactuado.

68. Não obstante, não encontro nos autos provas de que a administradora tenha sido negligente na defesa dos interesses de determinados clubes por ela administrados. A acusação se fia apenas na demonstração de que alguns clubes que realizavam negociações expressivas não tinham desconto na taxa de corretagem, que era oferecido somente a clubes familiares e exclusivos. Diante desse fato, entendo que a acusação não logrou afastar os argumentos dos Acusados apresentados ainda na fase investigativa de que descontos praticados para determinados clientes se inseriam em uma lógica comercial, de conceder melhores condições de preço apenas para clientes com os quais a corretora tinha relacionamento diferenciado.

69. Com efeito, não vejo como, a partir do dever de diligência, construir um suposto dever de extensão de descontos a todos os clientes que não se encontram em situação idêntica. Essa interpretação, a meu ver, é a que melhor se amolda ao contexto de livre pactuação de preços que vige atualmente no mercado de capitais, especialmente naquilo que se refere à relação entre investidores e prestadores de serviços de intermediação de valores mobiliários e de administração e gestão de carteiras.

²⁶ Nesse aspecto, vale notar que a Instrução CVM nº 494/2011, posterior aos fatos, determinou que a atividade de administração de clubes de investimento deve ser realizada por “*sociedade corretora, sociedade distribuidora, banco de investimento ou banco múltiplo com carteira de investimento*”, sendo que o diretor responsável pode cumular a atividade com outras obrigações e responsabilidades, desde que não haja conflito entre elas (artigo 18). A CVM, portanto, com o advento da mencionada Instrução, continuou a não proibir a concentração das atividades de administração, gestão e intermediação em uma única pessoa jurídica, mas buscou mitigar potenciais conflitos de interesse, exigindo a indicação de diretores diferentes para atividades potencialmente conflitantes.



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

70. Analisando a tabela apresentada pela acusação, noto que de um total de 27 (vinte e sete) clubes apresentados, 9 (nove) dos 12 (doze) clubes com maiores patrimônio líquido tinham algum desconto na taxa de corretagem, diferente dos outros 15 (quinze) clubes menores, dos quais apenas 3 (três) tinham o benefício. Essas informações, no meu entender, indicam que a acusada exerceu sua atividade dentro de uma lógica comercial coerente, concedendo descontos de corretagem para clientes com maior poder de barganha e/ou para outros clientes com os quais mantinham relação específica.

71. Por outro lado, noto que dentre os clubes de investimento que não tiveram desconto na taxa de corretagem estão alguns dos clubes que mais realizaram operações no período. Esse fator, a princípio, costuma a ter mais importância na negociação das taxas de corretagem do que o porte do investidor – o exemplo mais claro são investidores de alta frequência, cuja estratégia depende de descontos nas taxas e emolumentos. Não obstante, entendo que a constatação de que clubes que negociavam bastante não obtiveram descontos na taxa de corretagem é um elemento significativo, mas que não é suficientemente robusto para, sozinho, suportar uma acusação dessa natureza.

72. Noto, por fim, que existem diversos elementos que diferenciam esse caso do precedente invocado pela acusação. No Processo Administrativo CVM nº RJ2005/8510²⁷, a condenação da administradora e de seu respectivo diretor responsável parece ter sido, em larga medida, motivada pelo fato de o diretor responsável da administradora ter admitido, ao depor, que nem procurou negociar a taxa de corretagem cobrada do fundo. Não vejo, portanto, como equiparar a situação aqui analisada com aquela tratada no precedente, que possuía provas substancialmente mais robustas.

73. Por todo exposto, entendo pela absolvição dos Acusados.

²⁷ Processo Administrativo CVM nº RJ2005/8510, j. em 04.04.2007, Rel. Diretora Maria Helena Santana.



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

III.3. DEMAIS INFRAÇÕES ADMINISTRATIVAS

74. Por fim, a Geração Futuro e o seu diretor responsável pela supervisão dos clubes de investimento, Mauro de Mello, são acusados de infrações a certos dispositivos da Instrução CVM nº 40/1984²⁸, conforme detalhado a seguir.

75. Em primeiro lugar, a acusação indica que alguns cotistas apresentaram percentual superior a 40% do total de cotas de clubes de investimentos, configurando infração ao artigo 7º da Instrução CVM nº 40/1984. Os Acusados reconhecem que 4 (quatro) cotistas ultrapassaram esse limite, mas alegam que em todos os casos a situação foi regularizada em, no máximo, 5 meses. A extrapolação do limite por quatro cotistas, em 4 clubes (num ambiente com mais de 300 clubes administrados), por período médio de 2 meses, não parece de fato ter causado prejuízo aos cotistas do clube ou ao mercado em geral e denota alguma diligência dos Acusados em tomar as medidas necessárias para essa regularizar o problema.

76. A segunda infração apontada pela acusação decorre do fato do clube de investimento Programado III ter tido 152 cotistas em janeiro e fevereiro de 2007, acima do limite de 150 cotistas previsto no artigo 9º da Instrução CVM nº 40/1984. Novamente, os Acusados reconhecem o problema, mas apontam que a extrapolação em dois cotistas, em um único fundo, não pode ser considerada uma conduta grave, até porque perdurou por apenas dois meses e logo foi corrigida.

77. Os fatos relacionados às infrações dos artigos 7º e 9º da Instrução CVM nº 40/1984 são incontroversos. Não obstante, entendo que embora estejam formalmente caracterizadas, falta materialidade a essas infrações administrativas que justifique a atuação dessa Autarquia em âmbito de processo administrativo sancionador. Neste aspecto, ressalto que os Acusados corrigiram as irregularidades antes de

²⁸ O descumprimento de quaisquer das normas contidas na Instrução CVM nº 40/84 constitui infração grave para os efeitos do artigo 11, §3º, da Lei nº 6.385/76.



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

questionamentos específicos da área técnica e nunca negaram as falhas pontuais. Da mesma forma, não encontro indícios de que se trata de falhas de controle internos disseminadas, mas apenas problemas isolados e que não trouxeram maiores consequências a terceiros ou ao mercado de capitais.

78. **Não são todas as infrações administrativas que apresentam justa causa para instauração de processo sancionador, mas somente aquelas em que a punição se mostre como medida necessária e adequada, tendo em vista as finalidades da CVM em sua atividade sancionadora**²⁹. Nesse sentido, vale notar que o legislador prestigiou e reforçou, por meio da alteração do §4º do artigo 9º da Lei nº 6.385/1976 pela recente Lei nº 13.506/2017, a utilização de outros instrumentos de supervisão que se mostrem mais adequados a casos que envolvam pouca relevância da conduta e a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado.

79. Tendo em vista as peculiaridades do caso, todas convergentes a apontar a aplicação do princípio da insignificância, voto pela absolvição dos Acusados com relação às acusações relacionados às infrações dos artigos 7º e 9º da Instrução CVM nº 40/1984. No meu sentir, mesmo a advertência, penalidade menos gravosa dentre as previstas na Lei nº 6.385/1976, se mostra desproporcional aos problemas ora examinados.

80. A terceira acusação formulada contra Geração Futuro e Mauro de Mello com base na Instrução CVM nº 40/1984 é a de infração ao artigo 4º, inciso III, do citado normativo. Trata-se de problema informacional, em razão do Estatuto Social do clube de investimento Cézanne não indicar que a Eagle Capital recebia parte da remuneração paga pelo clube em razão da gestão de sua carteira. Sobre esse ponto, concordo com a

²⁹ No mesmo sentido, PAS CVM nº 14/03, j. em 15.05.2007, Dir. Rel. Pedro Marcilio de Sousa; PAS CVM nº 2002/6982, j. 18.12.2003, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente; PAS CVM nº RJ2013/4328, j. em 01.09.2015, Dir. Rel. Pablo Waldemar Renteria.



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

defesa que a acusação deve ser afastada em respeito ao princípio da retroatividade da norma mais favorável.

81. Afinal de contas, a Instrução CVM nº 494/2011 eliminou a obrigatoriedade da informação da remuneração da administradora ou da gestora quando não forem encargos do clube. Extrai-se dos artigos 12 e 36 do mencionado diploma, que a remuneração do gestor deve ser suportada pelo administrador, mas não há obrigatoriedade quanto ao seu detalhamento³⁰.

82. Vale frisar que a mencionada omissão estatutária imputável à Geração Futuro não se traduziu em prejuízo ao patrimônio do clube de investimento, seus cotistas ou mesmo a terceiros, pois, conforme se extrai da acusação (fl. 4524) e do instrumento do contrato de prestação de serviços mantido entre Geração Futuro e Eagle Capital (fls. 4026/4028), a remuneração desta consistia em percentual da taxa de administração auferida pela primeira, calculada mensalmente sobre o patrimônio líquido do clube.

83. Ante o exposto, voto pela extinção da punibilidade no que se refere à infração ao artigo 4º, inciso III, da Instrução CVM nº 40/1984, por retroatividade de norma mais benéfica³¹, em prol de Geração Futuro e Mauro de Mello.

³⁰ A respeito, vale mencionar o item 8.2.1 do Regulamento de Clube de Investimento da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (entidade administradora de mercado organizado), aprovado pela CVM nos termos dos artigos 39 e seguintes da Instrução CVM nº 494/2011. *In verbis*: 8.2.1. A taxa de administração destina-se a remunerar o Administrador pela atividade de administração do Clube de Investimento e compreenderá o valor relativo às atividades de gestão, consultoria de investimentos, tesouraria, controle e processamento dos Ativos, escrituração da emissão e do resgate de Cotas, bem como qualquer outro serviço contratado pelo Administrador. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulamentos-e-manuais/. Acesso em 17.11.2017.

³¹ O entendimento supra se encontra em conformidade com os precedentes desta CVM. Por exemplo, no PAS CVM nº 38/00 foi apreciada especificamente a possibilidade da retroatividade benéfica de Instrução CVM, concluindo-se pela sua aplicação e conseqüente extinção da punibilidade. Vejamos: *O artigo indicado dispunha que um título ou valor mobiliário de renda variável de uma companhia só poderia ser negociado no mercado em que se encontra registrado. No caso sob análise, não obstante o fato de as ações TELMA PNA se encontrarem listadas na SOMA, foram vendidas pela Float ao CIBRIUS no mercado de balcão não organizado, em flagrante desacordo aos termos da norma supracitada. 9/18 Ocorre, porém, que o artigo 2º da Instrução 202/93 foi revogado pela Instrução CVM nº 344/2000,*



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

IV. CONCLUSÃO

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

- i. Preliminarmente, pela rejeição das arguições de prescrição;
- ii. Pela condenação de Geração Futuro Corretora de Valores S.A. à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), por infração ao artigo 16, inciso VI, da Instrução CVM nº 306/1999³²;
- iii. Pela absolvição de Geração Futuro Corretora de Valores S.A. de todas as demais acusações contra ela formuladas; e
- iv. Pela absolvição de Mauro César Medeiros de Mello de todas as acusações contra ele formuladas.

É o voto.

Rio de Janeiro, 30 de janeiro de 2018.

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor-Relator

extinguindo-se, assim, a punibilidade por infração àquele dispositivo, à luz do princípio da retroatividade da lei mais favorável, consagrado no inciso XL do artigo 5º da Constituição Federal. (PAS CVM nº 38/00, Relator Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, j. 02.04.2003).

³² Para fins de dosimetria, acompanho aqui os critérios utilizados no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/2797, j. 27.09.2016, Rel. Dir. Pablo Renteria.