



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 RJ2015/6143

Reg. Col. nº 0208/2016

Acusados: PILLA CVMC Ltda.

Elézio Luiz Brun

Assunto: Prática de *churning* e não observância dos deveres fiduciários para com os cotistas do fundo ao não buscar descontos ou rebates nas taxas de corretagem.

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

RELATÓRIO

I. INTRODUÇÃO

1. Este Processo Administrativo Sancionador foi instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”) para apurar a responsabilidade de Pilla CVMC Ltda. (“Pilla” ou “Corretora”) e de Elézio Luiz Brun (“Elézio Brun”) por eventuais irregularidades na administração do Pillainvest Fundo de Investimento em Ações (“Pillainvest” ou “Fundo”). A Pilla era administradora e gestora do Pillainvest. Ademais, atuava como corretora na intermediação dos negócios realizados pelo Fundo. Elézio Luiz Brun, por sua vez, era o diretor da Corretora responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários.

2. O Pillainvest é um fundo de investimento da classe “Ações” constituído com recursos originalmente aportados por investidores nos termos do Decreto Lei nº 157/1967, que conferiu aos contribuintes a opção de utilizar parte do imposto devido, quando da



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

declaração referente ao Imposto de Renda, em aquisição de cotas de fundos administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador (doravante chamados de “Fundos 157”).

3. O processo teve origem em investigação realizada pela Gerência de Acompanhamento de Fundos (GIF) que, em seu acompanhamento regular do mercado, identificou indícios de que o volume de negócios do Pillainvest com valores mobiliários no ano de 2012 esteve muito acima do usual quando comparado a outros fundos de investimento semelhantes.

4. Conforme se detalhará a seguir, as supostas irregularidades que motivaram a apresentação do Termo de Acusação ocorreram entre os anos de 2010 e 2012. Nesse período, o Fundo possuía um patrimônio de aproximadamente R\$5 milhões e mais de 24.000 cotistas – ou seja, o investimento médio de cada cotista equivalia a cerca de R\$200,00.

5. Foram formuladas duas acusações em face dos defendentes. A primeira é referente à suposta negociação excessiva dos ativos do Fundo durante os anos de 2010, 2011 e 2012, com a finalidade de gerar receitas de corretagem para a Pilla, prática internacionalmente conhecida como *churning*, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999¹.

6. Já a segunda acusação é baseada nas taxas de corretagem pagas pelo Pillainvest. De acordo com a acusação, a Pilla não teria buscado descontos ou rebates na referida taxa, o que caracterizaria uma quebra do dever de diligência imposto àqueles que administram um

¹ Art. 16. É vedado ao administrador de carteira: [omissis] VI - promover negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra, com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros.



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

fundo de investimento ou gerem a sua carteira, nos termos do artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004².

7. A seguir, as acusações serão tratadas separadamente.

II. NEGOCIAÇÃO EXCESSIVA – “CHURNING”

8. Os defendentes foram acusados de promover negociações excessivas com os valores mobiliários da carteira do Pillainvest com a finalidade de gerar receitas de corretagem. A acusação é baseada em informações encaminhadas pela Pilla em resposta às solicitações da SIN.

9. Com base em tais documentos, a área técnica constatou que:

- a. no ano de 2012, entre compras e vendas, foram realizados negócios no valor total de R\$ 168.147.027,50; o que corresponde a mais de trinta vezes o valor do patrimônio líquido médio do Fundo naquele ano;
- b. todas as operações foram intermediadas pela própria Pilla, que recebeu, a título de corretagem, R\$ 889.759,33 por conta dessas operações;
- c. o Pillainvest pagava à Pilla pelos serviços de corretagem os mesmos preços praticados para qualquer cliente, sem qualquer tipo de desconto ou rebate, ou seja, 0,5% sobre o volume + R\$ 25,21 por nota de corretagem;

² Art. 65–A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;



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

- d. até 25.07.2013, o regulamento do Fundo previa a cobrança de taxa de administração mínima de 8% e máxima de 8,66% ao ano. Essa taxa foi reduzida, a partir de 26.07.2013, passando para uma faixa de 6% a 6,66%;
 - e. conforme balancete de março de 2013, correspondente ao final do exercício social do Fundo iniciado em abril de 2012, o saldo acumulado das despesas de serviços do sistema financeiro, que incluíam corretagem, emolumentos e custódia, foi de R\$ 772.170,62 e das despesas de taxa de administração de R\$ 295.683,53, totalizando R\$ 1.067.854,15; e
 - f. no exercício social de 01.04.2012 a 31.03.2013, o patrimônio líquido médio do Fundo foi de R\$ 4.999.948,66.
10. A partir das mencionadas informações, a SIN calculou que:
- a. os gastos com despesas de serviços do sistema financeiro do fundo no exercício social findo em 31.03.2013 representaram 15,44% do patrimônio líquido e o custo total, também sobre o patrimônio líquido, foi de 21,69%;
 - b. a carteira do fundo apresentou um giro de 14,68 vezes durante o ano de 2012, considerando a relação entre o volume total de compra de ativos e o patrimônio líquido médio do Fundo no período; e
 - c. durante o ano de 2012, o fundo desembolsou R\$ 889.759,33 com taxas de corretagem, o equivalente a 16,45% do patrimônio líquido médio.
11. A área técnica solicitou que a Pilla se manifestasse sobre os fatos, nos termos do artigo 11 da Deliberação CVM nº 538/2008³. A Corretora alegou que:

³ Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.



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

- a. diante do cenário de alta volatilidade do mercado de ações nos últimos anos, “grande parte dos analistas recomenda (...) redobrada atenção às oscilações das cotações, cuja lógica tem fugido das tradicionais análises fundamentalistas”;
 - b. as operações realizadas para o Pillainvest traduzem a “busca de oportunidades de valorização de outros papéis e não a corretagem normal decorrente”;
 - c. o mercado adota até instrumentos mais modernos, como a robotização das operações para aumentar significativamente o giro dos negócios, o que não ocorreu com a Pilla;
 - d. a taxa de administração foi reduzida unilateralmente em 02.08.2010 para 6% ao ano, embora tenha mantido o percentual de 8% ao ano no Regulamento do Fundo;
 - e
 - e. a corretagem total paga em 2012 foi compensada com os resultados obtidos nas operações de giro rápido da carteira (operações em que ativos foram comprados e vendidos no mesmo mês).
12. A SIN concluiu que a Pilla praticou o ilícito de negociação excessiva, pois a instituição detinha poderes para comprar e vender títulos e valores mobiliários em nome do cliente e, irregularmente, efetuou quantidade abundante de negócios, com o objetivo de aumentar a receita oriunda das despesas de intermediação.
13. A área técnica suporta seu entendimento no cálculo de indicadores utilizados para a caracterização do ilícito: (i) taxa de giro da carteira (“*turnover ratio*”), que indica o número de “giros” efetuados com a carteira do cliente, comparando-se o volume total de compras efetuado com o patrimônio médio do cliente; e (ii) índice de custo sobre o patrimônio (“*cost-equity ratio*”), que compara o total de despesas que incidiu sobre a carteira do investidor com seu patrimônio médio. A análise dos dados pela SIN se baseou nos estudos



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

sobre o tema elaborados pela BSM – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercado (“BSM”) e pela Assessoria de Análise e Pesquisa da CVM (“ASA”)⁴.

14. Em relação ao primeiro indicador de giro da carteira do Pillainvest, a Acusação conclui que os valores para os anos de 2010, 2011 e 2012 foram de, respectivamente, 12,85, 13,41 e 15,99. Eles estariam acima do parâmetro fixo de 8 (oito) que o estudo da BSM considerou como fortemente indicativo de prática de negociação excessiva. No entanto, seriam ligeiramente inferiores aos valores contidos no estudo da ASA, que leva em consideração a probabilidade de 2,5% de encontrar um fundo de investimento com um giro de carteira superior a 15,9, 15,0 e 16,4, nos anos de 2010, 2011 e 2012, respectivamente.

15. Em relação ao indicador de custo sobre o patrimônio, a Acusação chegou aos valores de 14,70%, 21,07% e 21,10% para os anos de 2010, 2011 e 2012, respectivamente, que seriam superiores ao parâmetro fixo de 21% adotado pelo estudo BSM e aos valores de 4,1%, 5,1% e 4,4% adotados no estudo da ASA⁵.

16. Em relação às alegações da Pilla, a SIN fez as seguintes ponderações:

- a. embora a Pilla tenha afirmado que o Pillainvest era um fundo com gestão ativa e que buscava operações que resultassem em ganho de curto prazo e

⁴ Os indicadores foram analisados em estudos publicados pela BSM e pela ASA(CVM):

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.

Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA-CVM). *Indicadores de Churning* (Julho/2013). Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Estudo_Churning.pdf. Acesso em 15.12.2017.

⁵ Para fins de comparação, a Acusação utilizou a mesma metodologia utilizada no estudo da ASA, i.e., no indicador de custo de negociação para o Fundo estão incorporados somente o custo de venda de ativos em Bolsa, uma vez que contabilmente as despesas de corretagem relativas às compras de ativos estão incorporadas no preço de aquisição.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

que no ano de 2012 teriam gerado resultados superiores aos gastos com corretagem, nesses resultados não foram consideradas as “operações de ajuste”, destinadas a alterar a composição da carteira de um mês para o outro;

- b. se comparados os demonstrativos de composição e diversificação de ativos de março e de abril, verifica-se que, das quinze ações de companhias abertas integrantes da carteira de março, apenas sete permaneceram na carteira do fundo no mês seguinte;
- c. os fundos de investimento que operam com alta frequência são destinados, em geral, a outro perfil de investidor, e não investidores que fazem parte do Pillainvest, que possuem aplicações em média de cerca de duzentos reais;
- d. os fundos que operam com alta frequência normalmente obtêm taxas de corretagem muito abaixo dos preços médios praticados no mercado; e
- e. embora a taxa de administração tenha sido reduzida para 6%, tal patamar permaneceria ainda elevado se comparado à média das taxas de administração para os fundos de investimento em ações, que, segundo a Anbima, era de 2,20% ao ano em 2010, 2,18% em 2011 e 2,24% em 2012.

17. Os cotistas do Pillainvest, “fundo de investimento destinado ao varejo, com mais de 24.000 cotistas, originário de um antigo Fundo 157, portanto, constituído por um público investidor com grau mínimo de conhecimento do mercado de capitais e da indústria de fundos de investimentos”⁶, teriam sido severamente prejudicados, pois, no período de 01.01.10 a 31.12.13, o fundo acumulou perdas no valor da cota de 66,20%, enquanto o Ibovespa, no mesmo período, teve variação negativa de 24,90%.

⁶ Fl. 12.



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

18. Diante do acima exposto, a SIN propôs a responsabilização da Pilla CVMC Ltda. e de seu diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários, Elézio Brun, originalmente por prática de operação fraudulenta, em infração ao item I, na forma da alínea “c” do item II, da Instrução CVM nº 08/1979⁷.

19. Em sua análise, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) entendeu que a peça acusatória não preenchia os requisitos constantes dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/2008. Dentre os ajustes indicados, destaca-se para fins deste trecho a requalificação da prática de negociação excessiva, que, segundo a PFE, melhor se amoldaria à conduta prevista no artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999. Em 06.10.2015, a SIN aditou o Termo de Acusação e, modificando a capitulação jurídica dos fatos, propôs a responsabilização de Pilla e Elézio Brun com base no mencionado dispositivo.

III. NEGLIGÊNCIA NA DEFESA DOS DIREITOS E INTERESSES DO FUNDO DE INVESTIMENTO AO NÃO NEGOCIAR DESCONTO NAS TAXAS DE CORRETAGEM GERADAS PELAS OPERAÇÕES REALIZADAS POR ESTE FUNDO

20. A SIN também afirma que a Pilla, na qualidade de administradora e gestora do Pillainvest, violou seu dever fiduciário para com os cotistas do Fundo, uma vez que a totalidade das operações realizadas pelo Pillainvest foi intermediada pela própria Pilla e com um custo “cheio” de corretagem, isto é, sem nenhum percentual de rebate para o Fundo, o que estaria em desalinho com as práticas de mercado.

⁷ I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: [omissis] c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;



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

21. Para sustentar seu entendimento, a SIN apresenta jurisprudência da CVM⁸, destacando o posicionamento da então Diretora Maria Helena de Santana de que o administrador de recursos de terceiros deve ao menos tentar negociar a taxa de corretagem cobrada do fundo. No mesmo caso, a Acusação também ressalta trecho do voto do então Diretor Presidente Marcelo Fernandez Trindade, no qual ele afirma que a omissão em negociar rebates de corretagem é, além de negligente, indício de prática de atividades indevidas.

22. Em 17.07.2015, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) entendeu que a peça acusatória não preenchia os requisitos constantes dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/2008, pois no que se refere ao fato do Pillainvest ter arcado com o custo “cheio” de corretagem, i.e., sem nenhuma percentual de rebate, caberia à SIN avaliar a formulação de acusação contra os mesmos acusados por infração aos artigos 16, VII, e 14, II⁹, da mesma Instrução (fls. 198/202).

23. Em 06.10.2015, a SIN aditou o Termo de Acusação e, modificando a capitulação jurídica dos fatos, propôs a responsabilização de Pilla e Elézio Brun com base nos mencionados artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999 e artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004 (fls. 204/220).

⁸ PAS CVM nº RJ 2005/8510, Dir. Rel. Maria Helena de Santana, j. em 04.04.2007.

⁹ Art. 16. É vedado ao administrador de carteira: [omissis] VII - negligenciar, em qualquer circunstância, a defesa dos direitos e interesses do titular da carteira, ou omitir-se em relação à mesma;

Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: [omissis] II - empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses de seus clientes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão;



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. DEFESAS

24. Em 19.11.2015, Pilla e Elézio Brun apresentaram suas defesas (fls. 242/695 e fls. 696/1148, respectivamente).

25. Inicialmente, os acusados afirmam que, embora tenha sido realizada uma quantidade grande de negócios, todas essas operações foram precedidas de análises baseadas em projeções especializadas que compararam as desvalorizações e as potenciais valorizações ou tendências do comportamento do mercado em relação a cada papel com a preocupação de rentabilizar os cotistas do fundo.

26. Alegam que, ao longo de tantos anos, nunca houve qualquer manifestação contrária de qualquer participante, apontamento ou advertência de qualquer auditoria, interna ou externa, a respeito dessa prática de buscar todas as oportunidades, num mercado que se tornou tão volátil e, não poucas vezes, com reações sem qualquer fundamento técnico tradicional.

27. Defendem que a análise realizada pela Acusação parte de parâmetros médios de mercado e de cálculos formulados a partir de modelos analíticos ainda recentes.

28. Entendem que, com a alta volatilidade do período, as estratégias de administrar e gerir carteiras passaram a dar prioridade ao curto prazo. Nesta realidade de mercado, administradores e gestores de fundo poderiam, por inércia, ser acusados de não buscar as melhores condições para o fundo, com fundamento no artigo 65-A da Instrução CVM nº 409/2004.

29. Argumentam que a política de investimento do Fundo e sua respectiva estratégia de execução, conforme prospecto e regulamento do Pillainvest, visam a uma boa diversificação em ações de empresas com bons fundamentos, rentabilidade e perspectiva de crescimento econômico, podendo possuir também posição em renda fixa. A seleção dos ativos e suas respectivas alocações seriam definidas por meio de processos quantitativos e



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

qualitativos, utilizando relatórios fundamentados e análise gráfica disponibilizados por consultoria especializada. Desse modo, a carteira do Fundo, que estava composta pelos principais papeis da bolsa de valores, em função da crise econômica e da consequente fuga do investidor estrangeiro, tiveram fortes quedas e, para neutralizar os efeitos da queda desses ativos, usou-se a estratégia de trocar posições de parte da carteira, com base na análise gráfica, arbitragens e eventualmente *day trades*, o que motivou o volume de operações em questão.

30. Os acusados detalham 3 (três) conjuntos de operações, a título de exemplo, que foram realizadas em curto prazo e que geraram resultados positivos para a carteira do Fundo.

31. Alegam que os valores de corretagem auferidos foram decorrentes da estratégia adotada na política de investimento (giro a curto prazo com papeis de maior potencial no momento), que todas as operações realizadas foram fundamentadas levando em consideração o valor da corretagem, que a mencionada cobrança não prejudicou a rentabilidade da carteira e que o valor cobrado seria o praticado no mercado.

32. Em relação às alegações de que não havia rebate de corretagem para o Fundo, afirmam que deveriam ser consideradas as peculiaridades do Fundo (notadamente, ser um Fundo 157), do mercado em que está inserida a Corretora e dos custos de observância a que a Pilla está obrigada. Assinalam, ademais, que a média da taxa de administração de Fundos 157 é superior à cobrada pela Defendente.

33. No que tange ao documento técnico elaborado pela BSM, alegam que a própria autorregulação não faz uso do estudo por entender que inexistente regulamentação no mercado brasileiro a respeito da matéria.

34. Elézio Brun também destaca seu histórico profissional de décadas de mercado financeiro e de mercado de capitais sem qualquer apontamento por prática 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

irregularidades e afirma que não há nos autos elemento que demonstre má-fé ou intenção em gerar receitas de corretagem para a Corretora.

V. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

35. Os acusados apresentaram proposta conjunta de celebração de Termo de Compromisso, por meio da qual se comprometiam a (fls. 1.149/1.151):

- a. Pilla CVMC Ltda. - cessar as atividades apontadas como irregulares, reduzir a taxa de corretagem em 50% do valor de tabela para o Pillainvest, repassar em até três meses após a assinatura do termo de compromisso a gestão do fundo para terceiros especializados, devolver ao fundo R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais) e pagar à CVM o valor de R\$ 120.000,00 (cento e vinte mil reais).
- b. Elézio Luiz Brun - não mais atuar no mercado de capitais e pagar à CVM o valor de R\$ 30.000,00 (trinta mil reais).

36. A PFE apreciou os aspectos legais da proposta de Termo de Compromisso e concluiu pela existência de óbice, pois a proposta de indenização ao fundo deveria incluir todo o ganho auferido em decorrência do alto giro da carteira, por força do artigo 11, §5º, II, da Lei nº 6.385/1976 (fls. 1152 a 1155).

37. O Colegiado, acompanhando o entendimento do Comitê de Termo de Compromisso, deliberou, por unanimidade, a rejeição da proposta conjunta apresentada pelos Proponentes (fls. 1.161/1.170 e 1.172/1.176).

VI. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

38. Este processo foi originalmente distribuído em 17.05.2016 para o então Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, cujo mandato se encerrou em 31.12.2016. Por tal



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

motivo, em 03.01.2017, o processo foi redistribuído para o Diretor Pablo Renteria. Em 14.07.2017, o processo foi novamente redistribuído e fui designado seu relator.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 24 de abril de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator