



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

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Este processo foi instaurado para apurar a responsabilidade da Pilla¹ e de Elézio Brun, na qualidade de diretor da Corretora responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários, por supostas irregularidades praticadas na administração do Pillainvest.

2. 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*. 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 fundo de investimento ou gerem a sua carteira – no caso, vale destacar, as duas atividades eram desempenhadas pela Corretora.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

II. NEGOCIAÇÃO EXCESSIVA – “CHURNING”

Considerações Iniciais

3. A primeira imputação tratada nesse processo refere-se à suposta negociação excessiva da carteira do Pillainvest com a finalidade de gerar taxas e comissões, prática internacionalmente conhecida como *churning*.

4. Como já tive oportunidade de manifestar em outras ocasiões², o *churning* é uma modalidade de fraude realizada por pessoas que, atuando com controle sobre recursos de terceiros, realizam excessivos negócios em nome do cliente, visando não o melhor interesse desse, mas gerar taxas e comissões para si ou para outrem.

5. 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.

6. No caso em apreço, os acusados não contestam que a Corretora exercia controle sobre os recursos do Fundo. Dessa forma, a discussão se limita a avaliar se a carteira do referido fundo foi girada em excesso com o intuito de gerar corretagens indevidas à Corretora.

O perfil do Fundo

7. A fim de corroborar a sua acusação, a área técnica apresenta um farto conjunto de elementos, incluindo os indicadores amplamente utilizados pela literatura e jurisprudência, daqui e do exterior. Os indicadores de *churning* são, contudo, modelos gerais, que devem sempre ser analisados à luz do perfil do cliente, como enfatizei em outra oportunidade. Começo, portanto, tecendo breves considerações sobre o fundo Pillainvest.

² PAS CVM nº 11/2013, j. em 30.01.2018, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez.



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

8. O caso em tela envolve um fundo de investimento em ações constituído com recursos aportados por investidores nos termos do Decreto Lei nº 157/1967, que conferiu opção aos contribuintes de utilizar parte do imposto devido, quando da declaração referente ao Imposto de Renda, em aquisição de cotas de fundos administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador.

9. Nos termos do regulamento do Pillainvest, o “seu público alvo é o pequeno e médio investidor que procure perfil moderado de risco”³. Como já ressaltado no relatório, durante o período coberto por este processo, o Pillainvest possuía um patrimônio relativamente pequeno (aproximadamente R\$5 milhões) e uma base expressiva de cotistas (mais de 24.000), que em média possuíam investimentos pouco expressivos (cerca de R\$200,00).

10. No que toca à política de investimento, o objetivo do Fundo é “proporcionar aos condôminos a oportunidade de participar do mercado de ações, utilizando-se de uma carteira bem diversificada em ações e debêntures conversíveis de **empresas com bons fundamentos, boa rentabilidade e perspectiva de crescimento econômico**, podendo também possuir posição em renda fixa”⁴. O Pillainvest pode, ainda, “aplicar, até o limite de 33% (trinta e três por cento) da carteira, em opções de compra ou de venda futura de ações, **exclusivamente** para proteção da carteira, sendo vedadas operações a descoberto ou operações que aumentem o seu risco” (grifo no original)⁵.

11. Feitos tais comentários, passo à análise dos demais elementos trazidos pela Acusação.

Primeiro Indicador: Taxa de Giro da Carteira

12. O primeiro indicador utilizado pela Acusação foi a taxa de giro da carteira, doravante referido simplesmente como “TR”, que mede a razão entre o total de operações

³ Artigo 2º (fl. 37). A própria Corretora considerou o perfil de investimento dos participantes do Fundo como “moderado” (fl. 71).

⁴ Artigo 11º (fl. 40).

⁵ Parágrafo único do artigo 12º (fl. 41).



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

realizadas⁶ e o patrimônio líquido do fundo. Segundo o Estudo BSM, uma taxa superior a 8 indica alta probabilidade de *churning*, embora não seja sozinho conclusiva para caracterizar a irregularidade⁷.

13. No caso em tela, o TR do Pillainvest nos anos de 2010, 2011 e 2012 foi de 12,85, 13,41 e 15,99, respectivamente, o que excede em muito o limite indicado pelo Estudo BSM.

14. O Estudo ASA, por sua vez, não indica uma taxa de giro específica como sendo indicativa da prática de *churning*, mas compara as taxas de giros de diferentes fundos (exclusivos e não exclusivos, com poucos ou muitos cotistas) ao longo dos anos. Assim, o estudo demonstra como os indicadores de *churning* variam não só ao longo dos anos como também em razão do tipo de fundo. Transcrevo abaixo os indicadores de giro de carteira de fundos não exclusivos, com mais de 20 cotistas, para os anos de 2010, 2011 e 2012:

Tabela 1. Comparação entre o TR do Pillainvest e da amostra do Estudo ASA

	2010	2011	2012
Pillainvest ⁽¹⁾	12,85	13,41	15,99
Média ⁽²⁾	2,0	1,5	1,6
P<5% ⁽³⁾	11,4	10,4	11,4
P<2,5% ⁽³⁾	15,9	15,0	16,4

Fonte:

(1) Termo de Acusação

(2) Estudo ASA – Média do TR para fundos não exclusivos com mais de 20 cotistas

(3) Estudo ASA – A probabilidade de um fundo de investimento não exclusivo com mais de 20 cotistas ter giro de carteira superior ao parâmetro indicado é menor que 5% e 2,5%, respectivamente.

⁶ Há diferentes formas de calcular o TR, que podem considerar, por exemplo, apenas as compras ou as vendas. Sobre o assunto, cf. Estudo ASA.

⁷ PAS CVM nº 11/2013, j. em 30.01.2018, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez; 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; 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

15. Conforme se verifica na tabela acima, a comparação entre as taxas de giro do Pillainvest e as dos fundos que compuseram a amostra utilizada pela ASA demonstra que os ativos do Fundo foram negociados com uma intensidade bastante elevada, superior a da esmagadora maioria dos fundos. Noto, inclusive, que a amostra utilizada pela ASA foi calculada considerando apenas as três categorias de fundos de ações mais ativas no período, e que o Pillainvest, como já indicado, era alegadamente um fundo de perfil moderado de risco para pequenos e médios investidores, com uma estratégia de investimento fundamentalista.

Segundo Indicador: Razão Custo sobre Patrimônio

16. O segundo indicador utilizado pela acusação foi a razão custo sobre o patrimônio (“C/E”, *cost-equity ratio*), que reflete a rentabilidade anual mínima que a carteira teria que atingir somente para compensar os custos de transação. Nos anos de 2010 a 2012, o Pillainvest teve um C/E de 14,70%, 21,07% e 21,10% a.a.

17. Esses percentuais são muito elevados e constituem mais um forte indício de *churning*. O Estudo BSM propõe que se adote como o valor de 21% a.a. como marco para determinar se o C/E é indicativo de *churning*, tomando como base a rentabilidade média do Ibovespa entre 1996 e 2010. Como ressaltei no voto que proferi no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2013, entendo que a metodologia empregada no Estudo BSM fez com que o marco indicativo de irregularidade fosse fixado em um ponto excessivamente alto. Mesmo assim, noto que o C/E do Pillainvest excedeu o referencial utilizado pela BSM nos anos de 2011 e 2012.

18. O Estudo ASA, por sua vez, novamente não apresenta um determinado número como indicativo de irregularidade, mas apresenta os custos de negociação de diferentes fundos (separados, novamente, entre exclusivos e não exclusivos e com poucos ou muitos cotistas) ao longo dos 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

Tabela 2. Comparação entre o C/E do Pillainvest e da amostra do Estudo ASA

	2010	2011	2012
Pillainvest ⁽¹⁾	14,70%	21,07%	21,10%
Média ⁽²⁾	0,4%	0,4%	0,5%
P<5% ⁽³⁾	2,9%	3,5%	3,1%
P<2,5% ⁽³⁾	4,1%	5,1%	4,4%

Fonte:

(1) Termo de Acusação

(2) Estudo ASA – Média do C/E para fundos não exclusivos com mais de 20 cotistas

(3) Estudo ASA – A probabilidade de um fundo de investimento não exclusivo com mais de 20 cotistas ter índice de C/E superior ao parâmetro indicado é menor que 5% e 2,5%, respectivamente.

19. Mais uma vez, a comparação entre o C/E do Pillainvest⁸ e os valores obtidos no Estudo ASA demonstra que o Fundo incorreu em custos muito mais elevados do que a média do mercado, fato que corrobora a tese da acusação.

Notas sobre a alegada estratégia de investimento

20. Em suas manifestações, a Pilla apresentou algumas justificativas para o elevado giro da carteira do Fundo, como a alta volatilidade do mercado, “cuja lógica fugiria das tradicionais análises fundamentalistas”. Assim, a Corretora alega que a carteira era girada na “busca de oportunidades de valorização de outros papéis e não a corretagem normal decorrente”, tendo ainda apresentado documento descrevendo “operações que oportunizavam giro rápido da carteira e operações de ajuste” realizadas no ano de 2012.

21. Os acusados argumentam também que as operações foram previamente justificadas com base em análises econômicas feitas pelo gestor, baseadas, em alguns casos, em relatório de análise fundamentalista e/ou gráfica emitido por consultoria especializada.

⁸ 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

22. Tais argumentos não merecem prosperar.
23. Com relação às justificativas prévias, noto tratar-se de simples afirmações feitas pelo gestor por escrito, contendo data, o nome do Fundo, quantidade e ativo comprado e/ou vendido e razões que, em muitos casos, se referiam a “arbitragem entre duas empresas, ambas com indicação de compra e pertencentes à carteira sugerida pela consultoria [omissis]. Troca devido à operação que gerou ganho/perda de ___% realizada no dia ___”⁹.
24. Com efeito, as declarações unilaterais feitas pelo gestor, constante de documento particular por ele firmado à época dos fatos, comprovam somente que o autor fez tais declarações e não têm o condão de comprovar que a sua real intenção ao realizar operações em nome do Fundo era buscar atingir os objetivos desse.
25. Em segundo lugar noto o flagrante descompasso entre os argumentos trazidos pela Pilla em suas manifestações e os objetivos indicados no regulamento do Fundo. Com efeito, a Corretora alega se tratar de um fundo de gestão ativa, que busca ganhos de curto prazo. Em certas passagens, faz inclusive referência as estratégias de negociação em alta frequência. Não era esse, todavia, o objetivo indicado no regulamento: “proporcionar aos condôminos a oportunidade de participar do mercado de ações, utilizando-se de uma carteira bem diversificada em ações e debêntures conversíveis de empresas com bons fundamentos, boa rentabilidade e perspectiva de crescimento econômico”.

Taxas de Corretagem e de Administração

26. A acusação faz, ainda, referências à taxa de corretagem cobrada do Fundo e à taxa de administração suportada por seus cotistas.
27. Com relação à taxa de corretagem, a PFE recomendou que tal fato fosse objeto de capitulação específica, que será separadamente analisada na próxima seção deste voto. Por hora, cumpre analisar se taxas elevadas de corretagem podem de fato constituir um elemento que corrobore uma acusação de *churning*.

⁹ Fls. 253/573 e 707/965.



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

28. Para tanto, reporto-me mais uma vez ao voto que proferi no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2013, do qual fui relator. Naquela oportunidade, destaquei entender que um gestor profissional deve avaliar, em cada operação, se a expectativa de retorno adicional decorrente da mudança de investimento, descontados os custos incorridos naquela operação, é positiva. Assim:

“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 aquele 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.”

29. No caso em tela, verifica-se que o Fundo pagava (à própria Pilla) o custo “cheio” de corretagem. Diante de tal fato, parece-me que a taxa de corretagem é outro elemento que indica que o portfólio do Pillainvest era gerido não com o objetivo de proporcionar uma rentabilidade aos seus cotistas, mas para gerar receitas para a Corretora. Nesse sentido, e apenas para fins de ilustração, repiso aqui um dado constante do relatório: só no ano de 2012, o Fundo pagou à Corretora R\$ 889.759,33, o equivalente a 16,45% do seu patrimônio líquido médio, a título de corretagem.

30. Por outro lado, deve-se reconhecer que os efeitos da corretagem elevada são capturados pelos índices destinados a calcular o custo que as operações geraram (no caso, o índice C/E).

31. Já no tocante à taxa de administração, a acusação alega em certas passagens que a taxa de administração era excessivamente elevada, mesmo após ter sido reduzida unilateralmente. Já as Defesas afirmam que os chamados Fundos 157 possuem peculiaridades que fazem com suas taxas de administração seja, em média, superiores à cobrada pela Pilla. No entanto, nenhum exemplo que suportasse a alegação dos acusados



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

foi trazido aos autos, informação esta que, frise-se, poderia ser consultada, em tese, pela rede mundial de computadores¹⁰.

32. A acusação não traz, contudo, qualquer explicação sobre como tal fato estaria relacionado à acusação formulada contra os defendentes. Entendo que a taxa de administração não guarda relação com o problema da negociação excessiva. Mais ainda, como regra geral, parece-me não caber à CVM determinar qual taxa deva ser cobrada, devendo esta ser livremente pactuada entre as partes e informada de forma clara aos interessados¹¹.

Conclusões sobre a acusação de giro excessivo

33. Conforme expus acima, a acusação logrou reunir um conjunto robusto de evidências que comprovam que a carteira do Pilainvest foi girada de forma excessiva, considerando o perfil do Fundo.

34. Com efeito, as características do Fundo demonstram de forma contundente que a grande quantidade de operações realizadas pela Pilla (“giro a curto prazo”, nos termos utilizados pelos acusados) e o alto custo daí decorrentes, não se mostram compatíveis com a estratégia definida no regulamento, que a Corretora estava obrigada a respeitar.

35. Embora não seja necessário para a avaliação de um caso de negociação excessiva que a rentabilidade auferida pelo cliente tenha sido pior que a média de investimentos semelhantes, a Acusação logrou demonstrar que a gestão praticada por Pilla contribuiu para que o Fundo apresentasse desempenho danoso aos cotistas: no período considerado, a

¹⁰ Nesse aspecto, incide o artigo 36 da Lei nº 9.784/1999: Cabe ao interessado a prova dos fatos que tenha alegado, sem prejuízo do dever atribuído ao órgão competente para a instrução e do disposto no art. 37 desta Lei.

¹¹ Os precedentes da CVM que trataram de acusações formuladas com base na cobrança de taxa de administração tinham como pressuposto o fato de as taxas elevadas inviabilizarem o fundo de atingir os seus objetivos de investimento, constantes do regulamento, sendo, portanto, distintas da situação ora em exame. E.g. PAS CVM nº RJ2012/2338, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 12.03.2013.



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

cota do Fundo teve desvalorização de 57,35%, significativamente maior que a redução do Ibovespa, no mesmo período (11,13%)¹².

36. Por fim, ressalto que a prova da intenção de auferir vantagem financeira indevida decorre do fato de a Corretora ter sido a principal beneficiária da excessividade de negócios que realizou em nome do Fundo, pois ela figurou como instituição intermediária de todas as operações realizadas, percebendo taxa de corretagem que representou grande parte dos custos de transação suportados pelo Fundo.

37. Diante de todo o exposto, concluo que nos anos de 2010, 2011 e 2012 a Pilla promoveu negócios com os valores mobiliários da carteira de Pillainvest com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999.

III. NEGLIGÊNCIA NA DEFESA DOS DIREITOS E INTERESSES DOS COTISTAS DO FUNDO AO NÃO NEGOCIAR DESCONTO NAS TAXAS DE CORRETAGEM

38. Pilla e seu diretor responsável são também acusados de infração ao artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004, dispositivo que, no revogado normativo, vigente à época dos fatos, formalizava o dever do administrador e do gestor de “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”.

39. A acusação decorre do fato de todas as operações realizadas pelo Pillainvest no período terem sido intermediadas pela própria Corretora e com um custo “cheio” de

¹² A diferença encontrada em relação ao apresentado no Relatório se refere ao fato de a Acusação ter considerado equivocadamente no cálculo o ano de 2013, e não apenas os anos de 2010, 2011 e 2012.



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

corretagem, isto é, sem nenhum percentual de rebate para o Fundo. Segundo a acusação, tal prática estaria em desalinho com as práticas de mercado, caracterizando violação do dever fiduciário inerente à atividade de administração de fundos de investimento realizada pela Corretora.

40. Como mencionei no voto que proferi no julgamento do já referido Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2013, acusações dessa natureza partem da correta premissa de que os deveres fiduciários inerentes à administração e gestão de recursos de terceiros se sobrepõem aos interesses próprios da corretora de valores mobiliários enquanto intermediária. Dentre tais deveres, encontra-se o de buscar as melhores condições para execução do trabalho contratado, o que naturalmente inclui a negociação de condições comerciais, tais como taxas de corretagem, compatíveis com o cliente representado. Sobre o assunto, reporto-me ao bem lançado voto da então Diretora Relatora Maria Helena Santana no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8510, j. em 04.04.2007¹³.

41. O assunto ganha mais complexidade quando a mesma entidade atua como gestora de recursos e intermediária das operações. A CVM não proíbe que uma única pessoa jurídica exerça simultaneamente as atividades de administração, gestão e intermediação, mas, desde o advento da Instrução CVM nº 494/2011, exige que sejam indicados diretores diferentes para atividades potencialmente conflitantes. A concentração de atividades não tem o condão de mitigar ou relativizar os deveres fiduciários devidos aos clientes, cujos interesses devem ser sempre colocados em primeiro lugar.

42. Por outro lado, e especialmente quando não se exigiam de tais participantes os arranjos de governança acima referidos, deve-se proceder com cautela na revisão, *a posteriori*, das condições contratuais pactuadas. Nesse sentido, o Colegiado da CVM unanimemente afastou uma acusação similar a ora em exame no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2013, de minha relatoria, uma vez que a acusação não logrou

¹³ Vide, em especial, itens 17 a 20.



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

afastar os argumentos de que descontos praticados para determinados clientes se inseriam em uma lógica comercial legítima.

43. No caso em apreço, entendo que a Corretora deixou de buscar melhores condições de intermediação das operações para o Fundo.

44. A quantidade de recursos do Pillainvest e, principalmente, o elevado volume de operações por ele realizado, seriam mais que suficientes para justificar a busca de descontos junto à própria Pilla ou a outros intermediários em relação à corretagem paga. Não obstante, restou comprovado que o Fundo permaneceu suportando o preço máximo de corretagem praticado no mercado, que usualmente não é o que se cobra de um investidor com essas características.

45. Com efeito, a Corretora sequer contestou os fatos alegados pela Acusação, buscando apenas justificá-los sob o argumento de que suporta elevados custos de observância regulatória.

46. O argumento da Defesa não merece acolhida. Em primeiro lugar, porque custos referentes à administração do Fundo não se confundem com as taxas pagas pela intermediação dos negócios cursados em bolsa. Nesse sentido, vale ressaltar que as características do Fundo foram também utilizadas como argumento para justificar as taxas de administração. No tocante à taxa de corretagem esse tipo de argumento parece uma verdadeira cortina de fumaça, pois não enfrenta o cerne da questão, i.e., o fato de que era dever da Corretora, enquanto administradora de fundo de investimento, buscar melhores condições comerciais que estivessem disponíveis no mercado para seu cliente.

47. Ante todo o exposto, concluo que Pilla de fato descumpriu os deveres fiduciários que tinha na qualidade de administradora e gestora do Pillainvest. Não obstante, entendo que tal conduta está absorvida pela infração de negociação excessiva.

48. Com efeito, aquilo que a Acusação aponta como “quebra no dever fiduciário, uma vez que não foram buscadas pela instituição administradora as melhores condições 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

preço para as execuções das ordens” configurou, no caso concreto aqui analisado, um dos meios pelo qual se buscou alcançar a obtenção da vantagem indevida pela Corretora.

49. Como disse anteriormente, o fato de todas as operações realizadas pelo Pillainvest terem sido intermediadas pela própria Pilla, com o preço “cheio” de corretagem, sem descontos ou rebates, foi considerado na caracterização do ilícito de negociação excessiva. Dessa forma, a lesividade da “negligência” em buscar descontos ou rebates nas taxas de corretagem relativas às operações do Fundo restou exaurida pela infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999, autorizando a aplicação do princípio da consunção.

IV. RESPONSABILIDADE DO DIRETOR RESPONSÁVEL

50. Elézio Brun figurou como diretor da Corretora responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários durante todo o período aqui analisado e, conforme documentos presentes nos autos, esteve à frente da gestão do Pillainvest, inclusive emitindo motivações sobre os negócios realizados, razões pelas quais deve responder pelo ilícito apontado.

V. CONCLUSÃO

51. Passo, por fim, à fixação das penalidades a serem cominadas aos acusados.

52. Começo assinalando que a prática de *churning* capitulada com base no artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999 é considerada infração grave para os fins previstos no §3º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, nos termos do artigo 18 da Instrução CVM nº 306/1999.

53. Para fins de dosimetria, considero como agravantes, para Pilla e Elézio Brum:

- (i) o fato de a Corretora ter logrado obter vantagem indevida almejada em detrimento do Pillainvest; 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

- (ii) o fato de o ilícito ter perdurado por três anos e ter sido cometido mediante dissimulação, inclusive com a apresentação de supostas motivações para os negócios excessivos realizados em nome do Fundo.

54. Por outro lado, contam como atenuantes os bons antecedentes de ambos os acusados.

55. Destaco não ter sido possível dimensionar a vantagem indevida obtida pela Corretora, pois, em relação aos anos de 2010 e 2011, não há menção ao *quantum* pago a título de taxa de corretagem e, em relação ao ano de 2012, embora a acusação tenha demonstrado que o Pillainvest desembolsou R\$889.759,33 sob a mencionada rubrica, não foi discriminado o excesso de corretagem decorrente do ilícito.

56. Acredito que devemos avançar nos estudos acerca da matéria, não só para atualizar os indicadores de *churning* para as atuais condições do mercado como também para estabelecer uma metodologia para quantificação da vantagem decorrente da prática do ilícito, o que nos forneceria um referencial para a fixação da pena pecuniária em casos similares.

57. Diante de todo o exposto, voto nos seguintes termos:

- i. pela condenação de PILLA CVMC Ltda., à pena de multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), por violação ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999;
- ii. pela condenação de Elézio Luiz Brun, diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, à penalidade de suspensão de registro de administrador de carteira, pelo prazo de 5 (cinco) anos, por violação ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999;
- iii. pela absolvição de PILLA CVMC Ltda. da imputação de infração ao artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004; 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

iv. pela absolvição de Elézio Luiz Brun da imputação de infração ao artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004.

É como voto.

Rio de Janeiro, 24 de abril de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator