



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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI Nº 19957.002587/2017-77

Reg. Col. nº 0968/18

Acusados: XP Investimentos CCTVM S.A.
Guilherme Dias Fernandes Benchimol

Assunto: Apurar responsabilidade por falhas no registro e arquivamento de ordens. Infração ao artigo 12, parágrafo único, e ao artigo 13, *caput* e parágrafo único, da Instrução CVM nº 505/2011.

Diretor Relator: Henrique Machado

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação” ou “área técnica”) em desfavor de XP Investimentos CCTVM S.A. (“XP” ou “Corretora”) e Guilherme Dias Fernandes Benchimol (“Guilherme Benchimol”), por suposta infração ao artigo 12, parágrafo único, e ao artigo 13, *caput* e parágrafo único, da Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro 2011¹.

2. O presente processo originou-se do Processo CVM nº RJ 2014/10099, no qual a SMI solicitou², em 13.03.2015, à Superintendência de Fiscalização Externa (“SFI”) inspeção (“Inspeção”) junto ao referido intermediário com intuito de apurar possível prestação de serviços de consultoria pela Guia da Bolsa Agente Autônomo de Investimentos Ltda. (“Guia da Bolsa”) para clientes da XP, em desacordo com as disposições contidas na Instrução CVM nº 497, de 03 de junho de 2011 (Doc SEI nº 0250006).

¹ Art. 12. O intermediário somente pode executar ordens transmitidas por: I – escrito; II – telefone e outros sistemas de transmissão de voz; ou III – sistemas eletrônicos de conexões automatizadas. Parágrafo único. Todas as ordens devem ser registradas, identificando-se o horário do seu recebimento, o cliente que as tenha emitido e as condições para a sua execução.

Art. 13. O intermediário deve arquivar os registros das ordens transmitidas pelos clientes e as condições em que foram executadas, independentemente de sua forma de transmissão. Parágrafo único. O sistema de arquivamento de que trata o *caput* deve ser protegido contra adulterações e permitir a realização de auditorias e inspeções.

² Solicitação de Inspeção SMI/GME nº 6/2015 de 13.03.2015 (doc SEI nº 0250006).



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

www.cvm.gov.br

II. FATOS E ACUSAÇÃO

3. Para delimitar o escopo da fiscalização, a SMI e a SFI decidiram aplicar os procedimentos de auditoria previamente acordados em três sociedades de agentes autônomos vinculadas à XP: a Guia da Bolsa Agente Autônomo de Investimentos Ltda. (“Guia da Bolsa”), a My Guidance Agentes Autônomos de Investimento Ltda. (“My Guidance”) e a RJ Investimentos Agente Autônomo de Investimentos Ltda. (“RJ”).

4. Dentre outros procedimentos de auditoria, a Inspeção deveria selecionar quatro ordens de quatro clientes de cada uma das três sociedades de agentes autônomos, de modo a examinar, ao final, os controles relacionados desde a emissão até o arquivamento de 48 ordens emitidas pelos clientes por meio exclusivamente dos canais de voz e escrita (Doc. SEI nº 0262439, p. 2-3).

5. Segundo a Acusação, no curso Inspeção teria sido possível identificar a ausência de atualização de dados cadastrais de clientes nas três sociedades de agentes autônomos e a presença de pessoas não autorizadas na sede da Guia da Bolsa (Doc. SEI nº 0262439). Tais evidências teriam ensejado a emissão de Ofícios de Alerta pela SMI para advertir referidas sociedades quanto ao regramento aplicável às circunstâncias (Doc. SEI nº 0243970; Doc. SEI nº 0265327; Doc. SEI nº 0266409 e Doc. SEI nº 0266500).

6. No tocante ao registro das ordens, a Acusação narra que a XP precisou de prazo adicional de 45 dias para apresentar os registros das ordens selecionadas pela Inspeção. Registra ainda que a XP teria deixado de encaminhar, sem justificativa, dois registros de ordens referentes ao investidor J.G.C.P. e que um dos 21 arquivos relativos às transcrições das ordens emitidas por voz não corresponderia à ordem transmitida pelo cliente (doc SEI nº 0262439 p. 40).

7. Acrescenta que sete dos 46 registros de ordem encaminhados pela Corretora teriam sido produzidos no curso da Inspeção, isto é, após a realização da operação em bolsa pelos clientes. Neste particular, a Acusação consigna que o agente autônomo teria entrado em contato com o cliente para obter a confirmação da ordem e, assim, conseguir apresentar à Inspeção evidências de que a ordem teria sido transmitida pelo cliente (0262439 p. 41).

8. De posse de tais informações, a SMI indagou a XP sobre tais ocorrências. (Doc. Sei nºs 0315649 e 0317277). Em resposta, a Corretora informou que as ordens emitidas pelo investidor J.G.C.P. não teriam sido enviadas por falha no momento da gravação da mídia entregue à CVM, juntando aos autos a comprovação das ordens (Doc. Sei nºs 0316924 e 0316925).

9. Quanto ao arquivo cuja transcrição não corresponderia a ordem emitida pelo cliente, a XP apresentou a gravação e a correspondente transcrição para substituir à ordem encaminhada anteriormente (Doc. Sei nºs 0316926 e 0316928).



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

www.cvm.gov.br

10. Com relação às ordens confirmadas após a realização das operações, a XP argumentou que tal confirmação não caracterizaria ausência de ordem prévia. Segundo alegou, o agente autônomo teria contatado os clientes para obter a comprovação de que a negociação foi previamente autorizada em razão da dificuldade de localizar as ordens no sistema de registro, dado o volume de operações. Assim, nas palavras da Corretora:

“em que pese a falha na forma de registro, a evidência apresentada demonstra que os investidores tinham plena ciência das operações e que elas foram executadas mediante prévia autorização, inexistindo irregularidade. (...)”

Não se pretende com essa explicação dizer que não houve falha no registro da ordem, nem que não há espaço para melhorias. O que a XP Investimentos quer demonstrar é que:

(i) a inconsistência se deu, tão somente, quanto à parte formal do registro da ordem - não quanto à essência. Trata-se de uma falha procedimental;

(ii) ainda que o registro seja posterior à execução da operação, os investidores de fato autorizaram as operações. Nenhum investidor foi lesado ou reclamou das informações; e

(iii) as ordens prévias não foram apresentadas simplesmente porque não houve tempo hábil para uma busca mais profunda nos registros de voz, que demanda um trabalho hercúleo.

11. Ao examinar os fatos apurados, a Acusação concluiu que, embora as confirmações posteriores possam servir para afastar indícios de execução infiel das ordens, a necessidade de contatar os clientes para obter as confirmações teria demonstrado a inadequação do sistema de registro de ordens da XP.

12. Para a área técnica, *“a Instrução 505, em seus artigos 12 e 13, procuraria não somente garantir que o intermediário executasse as ordens em conformidade com o que determinou o cliente, mas também estabelecer um sistema de controle dos registros relevantes de modo a tornar possível a verificação, a qualquer momento, da compatibilidade entre ordens dadas e negócios executados”*.

13. Deste modo, a obrigação imposta ao intermediário pela legislação seria a de manter um sistema de controle que permitisse a auditoria verificar se as ordens transmitidas pelos clientes foram fielmente executadas. Ademais, o art. 13 da ICVM nº 505/11 obrigaria o intermediário a arquivar os registros das ordens recebidas, com os detalhes de sua execução, de modo a possibilitar futuras verificações.

14. A SMI afirmou que a XP teria deixado de apresentar à Inspeção o registro de duas ordens, mesmo após a concessão de dilação do prazo para a apresentação, tendo enviado os correspondentes registros quase um ano depois. Deste modo, não poderia prosperar o argumento da Corretora de que as ordens não teriam sido apresentadas por falta de tempo hábil para realizar uma busca mais profunda.



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

www.cvm.gov.br

15. Sobre a questão, a SMI afirmou que *“a obrigação imposta ao intermediário seria a de manter um sistema de controle que permitisse a auditoria de que as ordens foram, de fato, executadas de acordo com os parâmetros determinados pelos investidores”*.

16. Além disso, a SMI destacou que *“sete dos 46 registros apresentados no curso da inspeção, representando mais de 15% das ordens solicitadas foram confirmações a posterior”*, falha procedimental que a própria Corretora teria admitido. Na visão da Acusação, tal falha demonstraria *“a existência de um sistema de controle de registros de ordens incompatível com o padrão exigido pela Instrução 505”*.

17. A Acusação concluiu que a ausência de reclamação pelo investidor não afastaria o comando da Instrução 505 da necessidade do *“armazenamento de todos os registros ‘de forma a permitir a realização de auditorias e inspeções’. Trata-se assim da obrigação do intermediário de apresentar os registros, que é uma obrigação relacionada, mas apartada, da de executar as ordens conforme os registros”*.

18. Diante deste contexto, a SMI concluiu que Guilherme Benchimol, diretor responsável pelo cumprimento da ICVM nº 505/11, não teria atuado com diligência suficiente para assegurar as determinações da legislação aplicável às circunstâncias.

III. RESPONSABILIDADES

19. Por tal razão, a SMI propôs a responsabilização da Corretora e de seu diretor responsável Guilherme Benchimol por infração ao disposto no artigo 12, parágrafo único, combinado com o artigo 13, *caput* e parágrafo único, da ICVM nº 505/2011.

IV. DEFESA

20. Em 01.12.2017, XP Investimentos e Guilherme Benchimol protocolaram defesa conjunta na qual alegam inicialmente que a SMI teria conduzido inspeção selecionando quarenta e oito negócios realizados por meio de apenas duas sociedades³ de agentes autônomos e não três, como afirmado na Acusação.

21. A Defesa lembra que a XP teria esclarecido que o registro das duas ordens remanescentes não teria sido encaminhado por falha de gravação e que, embora uma das

³ Conforme parágrafos 37, 117 e 131, na Tabela 2 e no Quadro 7 do Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-1/Nº006/2016 ("Relatório de Inspeção"), bem como no Anexo ao Ofício nº 043/2016/CVM/SFI/GFE-1, de 25/05/2016, as sociedades consideradas foram: RJ Investimentos Agente Autônomo de Investimentos Ltda. e a Guia da Bolsa Agente Autônomo de Investimentos Ltda.



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

www.cvm.gov.br

transcrições originalmente enviadas não correspondesse à ordem referida, o registro correto já teria sido encaminhado à área técnica.

22. Quanto às confirmações posteriores, a Defesa ressaltou que elas resultariam de erro operacional isolado, relacionado à dificuldade de localizar os registros correspondentes em tempo hábil e que a prática pretendia minimizar os efeitos de tal erro, na medida em que permitiria comprovar de forma inequívoca a regularidade das ordens executadas. Frisou também que nenhuma das ordens teria sido executada em desacordo com as instruções ou sem o conhecimento do respectivo cliente. Com exceção de apenas sete confirmações posteriores de ordem, de uma amostra de quarenta e oito negócios, os registros de todas as ordens solicitadas pela área técnica teriam sido entregues pela XP.

23. Segundo alega, a SMI teria instaurado processo administrativo sancionador para discutir, sem qualquer ocorrência de dano ou reclamação de investidores clientes, uma falha da XP em recuperar a gravação original de ordens que representariam 0,00003% das ordens de clientes de varejo intermediadas no ano de 2015. Deste modo, a amostra selecionada pela SMI, originada de um processo de inspeção que teria outro objetivo e que empregaria uma metodologia concebida para outras finalidades, conteria um inequívoco viés de seleção, que nada permitiria inferir, a partir daquelas sete confirmações, sobre o real cumprimento das obrigações.

24. O equívoco da conclusão da SMI se deveria, em um primeiro nível, à impropriedade da amostra considerada na sua análise, que teria sido selecionada para outros fins. Nem a SMI nem a SFI buscariam, em sua inspeção original, apurar falhas nos sistemas e controles da XP Investimentos para fins de registro de ordens.

25. Em vez de selecionar negócios aleatoriamente dentre aqueles realizados por meio de todas as sociedades de agentes autônomos vinculados à XP, a área técnica teria selecionado duas sociedades específicas, com sede em uma mesma localidade (Rio de Janeiro).

26. Essa amostra quantitativamente limitada traria consigo alguns vícios porque consideraria um número pequeno de sociedades de agentes autônomos, de negócios e de clientes. O resultado da SMI seria, pois, pouco representativo daquilo que de fato corresponde à totalidade dos negócios intermediados já que as sete confirmações de ordem feitas *a posteriori* pelos clientes viriam de uma mesma e única sociedade de agentes autônomos.

27. Nenhuma consideração verdadeiramente estatística teria sido levada em conta neste processo ou nas análises conduzidas pela SMI, de modo que aqueles percentuais referidos pela área técnica não teriam qualquer valor ou utilidade de inferência estatística⁴.

⁴ Nesse sentido, a Defesa aponta para o entendimento do Institute of Internal Auditors (IIA), associação profissional internacional de autoridade interna, cuja atribuição é fornecer padrões e orientações de práticas da atividade de auditoria. O IIA afirma, em sua Orientação Prática nº 2320-3, que é “*essencial que a amostra de transações selecionada seja representativa de uma população*”. Sem essa garantia, a habilidade de tirar conclusões com base



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

www.cvm.gov.br

28. Além disso, os negócios considerados não teriam sido escolhidos aleatoriamente, mas a partir de agentes autônomos que poderiam ter praticado irregularidades de outra natureza, evidenciando viés de seleção nos resultados da análise.

29. A Defesa ressalta as consideráveis diferenças entre o caminho tomado pela SMI e a metodologia empregada pela BSM – BM&FBOVESPA. Embora a BSM não divulgue sua metodologia para definição de amostras, ao analisar o cumprimento dos itens do PQO⁵ que tratam especificamente da obrigação de registro de ordens e manutenção de um sistema informatizado para arquivá-las, o autorregulador pediria evidências de um número bastante superior de ordens e consideraria muito mais sociedades de agentes autônomos.

30. Alega que a Guia da Bolsa teria sido auditada pela BSM em 2015 e 2016 e apresentado 100% dos registros das ordens solicitadas.

31. Afirma que uma auditoria ideal deve levar em conta parâmetros adequados para os fins que se destina. Neste particular, menciona que a XP teria implementado, em seu Regulamento de Auditoria de Agente Autônomo de Investimentos (“Regulamento de Auditoria AAI”)⁶, metodologia robusta para definição da amostra de ordens a serem analisadas. Tal Regulamento de Auditoria AAI determinaria, em seu item 5.1, que fossem analisadas as operações de todos os clientes atendidos por AAI, assim como os perfis operacionais dos clientes e dos AAI, a partir de uma série de critérios mais específicos, tais como (i) perfil do cliente; (ii) volume operado; (iii) corretagem; (iv) ferramenta de negociação utilizada; (v) prejuízo em operações; (vi) mercado operado; e (vii) giro de carteira.

32. Em 2015, mesmo ano da inspeção da SFI, a auditoria interna realizada pela XP teria auditado, por meio de suas auditorias mensais, um total de 9.057 evidências de ordens ao longo do ano inteiro. No mesmo ano, teriam sido realizadas, também, 666 auditorias de sociedades de agentes autônomos de investimento. E, no ano de 2016 e no primeiro semestre de 2017, o número de ordens auditadas internamente pela XP teria sido de 11.687 e 4.373, respectivamente, e o número de auditorias em sociedades de agentes autônomos de investimento teria sido de 1.140 e 744, respectivamente.

IV.A. NATUREZA DAS OBRIGAÇÕES

33. Segundo a Defesa, a obrigação de registrar as ordens (art. 12, parágrafo único, da Instrução CVM nº 505/2011) e a obrigação de manter um sistema para arquivar tais registros (art. 13 da mesma Instrução) serviriam para garantir que as ordens dadas pelo cliente fossem

na análise da amostra seria limitada, quando não errônea. Ademais, a amostragem não estatística poderia não ser realizada de forma objetiva e, deste modo, os resultados desta amostra poderiam não ser suportados matematicamente quando extrapolados para a população.

⁵ Programa de Qualificação Operacional da BM&FBovespa.

⁶ DOC 1 (pág. 43 – 58; doc SEI 0403752).



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

www.cvm.gov.br

adequadamente executadas pelos intermediários, na medida em que permitiriam confrontar as instruções enviadas às características do negócio executado.

34. Tais obrigações seriam de controle, isto é, obrigações instrumentais que visariam a prevenir e mitigar uma série dos riscos inevitavelmente associados ao exercício da atividade de intermediação. Deste modo, o registro das ordens e o seu arquivamento não seriam um fim em si mesmo e sim obrigações de controle da atuação do intermediário.

35. A SMI não estaria acusando a XP de não dispor de um sistema para registrar ordens ou de não dispor de um sistema para manter arquivados tais registros. O que a SMI teria constatado é que os registros originais de determinadas ordens não puderam ser devidamente recuperados e que a acusada teria apresentado confirmações legítimas, mas posteriores. Tratar-se-ia de uma questão não sobre a existência dos sistemas em si, mas sobre a sua efetividade.

36. Para a Defesa, não bastaria que se verificasse a ocorrência de uma falha pontual para que caracterizasse o descumprimento da obrigação correlata, mas seria preciso que aquelas falhas fossem recorrentes ou significativas a ponto de indicar que os controles estariam realmente aquém do que a regulação espera. A própria área técnica reconheceria essa lógica, ainda que implicitamente ao conduzir um exercício quantitativo⁷.

37. De acordo com a Instrução CVM nº 505/2011, não bastaria a ocorrência de uma ou algumas poucas falhas, e sim que elas fossem reiteradas, constantes e sistemáticas, ou seja, que refletissem um padrão recorrente de erro para que pudessem corroborar sua inadequação.

38. Além disso, as Instruções CVM nº 542 e 543, ambas de 20/12/2013 apontariam no mesmo sentido, afirmando que “a reiterada ocorrência de falhas” representaria evidência de implementação inadequada das regras ali contidas (art. 15, § 3º, inciso I e art. 27, § 3º, inciso I, respectivamente).

39. Se a SMI quisesse de fato avaliar o cumprimento das obrigações de registro de ordens e de manutenção de um sistema de arquivamento de tais registros, deveria ter realizado uma investigação apropriada, considerando questões específicas relacionadas à sua natureza.

40. Haveria uma série de decisões do Colegiado, relacionadas tanto a intermediários quanto a outros participantes do mercado, que teriam fornecido os parâmetros adequados para avaliar a conduta dos seus regulados em matéria de obrigações de controle.

41. Tais decisões seriam bastante firmes no sentido de que, para responsabilizar qualquer agente regulado por falhas em seus controles, a acusação deve provar que houve uma incidência

⁷ Um exemplo desse exercício quantitativo seria a referência, no Termo de Acusação e nos ofícios que o antecedem, ao percentual de ordens apresentadas como confirmações posteriores. Outro exemplo seria a própria seleção de uma amostra de ordens para, com base nela, apurar o cumprimento das obrigações discutidas.



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

www.cvm.gov.br

reiterada de falhas, ou seja, que há uma efetiva deficiência nos controles internos daquela instituição extrapolando as inevitáveis falhas.

42. O Diretor Otavio Yazbek, no voto do PAS CVM nº 2010/9129, teria registrado que o descumprimento de obrigações mais específicas de controle depende da identificação de “falhas generalizadas” ou da inexistência dos procedimentos correspondentes no agente regulado, o que não poderia ser inferido da ocorrência de uma ou outra falha pontual.

43. O Colegiado, nos PAS CVM nº SP2005/0180 e nº SP2010/049, teria asseverado que um pequeno número de falhas no cumprimento da obrigação de cadastro seria insuficiente para concluir sobre infração às normas correspondentes.

44. Em voto vencedor no PAS CVM nº RJ2013/5456, o Diretor Pablo Renteria, discutindo a responsabilidade do administrador fiduciário de um fundo de investimento em direitos creditórios e do diretor daquela instituição pelo cumprimento de uma obrigação de fiscalização, teria consignado que não bastaria a ocorrência de falhas para caracterizar uma infração à norma e que, tendo em vista a natureza dessa obrigação, a acusação teria falhado em avaliar os controles instituídos pelos acusados e, portanto, em demonstrar que eles eram inapropriados para os fins a que se destinavam.

45. O Colegiado da CVM teria manifestado o mesmo entendimento em outro caso relacionado à responsabilidade de administrador fiduciário de fundos de investimento (PAS CVM nº RJ2006/4663).

46. No mesmo sentido, o então Diretor Otavio Yazbek, avaliando a responsabilidade de um administrador de companhia aberta pelo suposto descumprimento de seu dever de diligência, teria asseverado em seu voto que mesmo controles internos bem constituídos são passíveis de falhas, o que não necessariamente enseja a responsabilização dos administradores e que *“problemas pontuais [...], por melhor que seja o procedimento/ sistema, sempre podem ocorrer”* (PAS CVM nº 24/2006, j. em 18/02/2013).

IV.B. MANEJO INADEQUADO

47. Para além dessa limitação relacionada à natureza das obrigações, a Defesa ressalta que a via sancionatória deveria ser encarada como último recurso, como instrumento que, pelas suas próprias consequências, estaria à disposição do regulador (e da área técnica) apenas para aqueles casos que efetivamente justificarem uma medida mais contundente do aparato estatal.

48. Haveria uma série de outros mecanismos de que a área técnica poderia e deveria se valer nessas circunstâncias, antes de instaurar um processo, como envio de ofícios de alerta e realização de inspeções adequadas.



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

www.cvm.gov.br

49. Somente uma inspeção adequada teria sido capaz de mensurar a efetividade dos controles da XP Investimentos e de chegar a alguma conclusão sobre o objeto do processo. Não sendo este o caso, as constatações da SMI poderiam, quando muito, motivar uma provocação da área técnica, na forma de um ofício de alerta, sobre a fiscalização que a XP Investimentos mantinha sobre a sociedade em particular e sobre os controles de que o intermediário dispunha para assegurar o cumprimento das obrigações.

50. A SMI teria feito exatamente isso em relação a outras falhas pontuais identificadas no curso da inspeção relacionadas à falta de atualização de dados cadastrais das sociedades visitadas e à presença, na sede de uma delas, de pessoas não vinculadas àquela sociedade de. Mesmo se deparando com indícios de descumprimento do dever objetivo e pontual de manter seus cadastros atualizados perante a CVM, a área técnica da autarquia não teria procedido à instauração de processo administrativo sancionador. Em lugar de fazer uso imediato do aparato punitivo do Estado, a SMI emitiu os Ofícios de Alerta nº 6, 8, 9 e 10/2017 /CVM/SMI/GME.

51. Porém, nenhum desses mecanismos teria sido adotado em relação à questão do registro das ordens, o que teria resultado em uma acusação incoerente e injusta.

52. A Defesa aponta que a pena deveria, pois, ser vista como o último recurso para enfrentar os conflitos que surgem das relações sociais. Haveria uma série de outros mecanismos capazes de enfrentar tais conflitos de forma mais adequada, como no caso daqueles de natureza compensatória e daqueles de natureza preventiva e orientadora (como os ofícios de alerta emitidos com fundamento na Deliberação CVM nº 542, de 09/07/2008).

53. Ademais, tivesse a área técnica se deparado com uma insuficiência de controles tão grave quanto faz crer, dificilmente teria a SMI (i) tardado um ano para provocar a XP Investimentos sobre o objeto deste processo; e (ii) se contentado em formular uma acusação em processo administrativo sancionador.

IV.C. CONFIRMAÇÕES EXTEMPORÂNEAS

54. A Defesa destacou que as confirmações extemporâneas de ordens pelos respectivos clientes, embora não fossem desejadas nem deveriam ser estimuladas como uma prática ou medida padrão, não seriam propriamente um problema, mas parte da solução possível, à luz das circunstâncias verificadas naqueles casos, para minimizar ao máximo os efeitos de determinadas dificuldades operacionais observadas no caso concreto.



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

www.cvm.gov.br

55. A SMI já teria reconhecido, em outra ocasião⁸ que o principal objetivo do sistema de arquivamento (previsto no art. 13 da Instrução CVM nº 505/2011) seria assegurar que as operações fossem executadas conforme a vontade manifestada pelo cliente.

56. A própria SMI teria constatado, também, por meio das gravações entregues pela XP Investimentos, que não teria havido qualquer dano ou reclamação, e que os negócios executados refletiriam precisamente aquilo que fora solicitado pelos clientes em suas ordens. Essa inexistência de dano deveria ser levada em consideração por mais que a acusação tentasse se manter circunscrita ao campo do descumprimento formal da obrigação.

IV.D. CONDUTA DO DIRETOR RESPONSÁVEL

57. Segundo a Defesa, não se poderia confundir a extensão e a natureza da responsabilidade de pessoas naturais com aquelas que se atribui, originariamente, às pessoas jurídicas. Uma simples pessoa natural não poderia suportar os mesmos riscos da pessoa jurídica inclusive porque não goza de todos os seus benefícios. Portanto, a forma de apuração de responsabilidade do diretor responsável também deveria ser distinta.

58. A ocorrência de falhas e a materialização de eventos de risco seriam esperadas em negócios tão complexos como o do caso. Elas não conduziram, necessariamente, à punição dos regulados, como indicariam precedentes do Colegiado⁹.

IV.E. EMPENHO DOS ACUSADOS

59. Antes de tratar da estrutura de supervisão da XP Investimentos, a Defesa resolveu se referir às iniciativas dos acusados em matéria de registro e controle de ordens. Mais especificamente, os acusados teriam se empenhado no desenvolvimento de uma nova ferramenta para envio e registro de ordens de clientes, o *Trade Push*¹⁰, sendo o Diretor Responsável o maior catalisador de sua migração na XP Investimentos.

⁸ Nesse sentido, a Defesa faz referência à manifestação da SMI no Processo Administrativo SP2012/0139, decidido pelo Colegiado em 29/01/2013.

⁹ A Defesa cita, por exemplo, o voto da Diretora Relatora Luciana Pires Dias no PAS CVM nº RJ2012/12201, j. em 04/08/2015: “A melhor defesa para esses diretores é demonstrar que implementaram mecanismos adequados para assegurar o cumprimento do mandamento legal ou regulamentar, que supervisionaram com diligência, enfim, que promoveram esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos foram satisfatoriamente implementados e se o diretor em questão provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade desse diretor”. E, ainda, o voto do Diretor Relator Otavio Yazbek no PAS CVM nº 13/05, j. em 25/06/2012: “É importante destacar que a responsabilidade de tais diretores, nos normativos que a estabelecem, de modo geral não corresponde a uma obrigação de resultado. Nesse sentido, eventual responsabilização dos 'diretores responsáveis' deve passar pela não adoção de cuidados e esforços voltados ao cumprimento das regras dirigidas às instituições de que eles são 'responsáveis'”.

¹⁰ Doc 02 (pág. 59 – 66; doc. SEI 0403752).



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

www.cvm.gov.br

60. A conduta de Guilherme Benchimol teria sido sempre bastante enfática no sentido de afirmar que este seria um passo obrigatório para a XP Investimentos. Um dos maiores êxitos da ferramenta estaria ligado à sua agilidade e confiabilidade em matéria de registro de ordens.

61. O *Trade Push* facilitaria a comunicação entre o AAI e o cliente, além de impedir a gestão irregular de recursos do investidor, na medida em que a operação só seria executada mediante aprovação do cliente, em um processo, do começo ao fim, registrado pelo sistema.

62. A migração do registro de ordens da XP Investimentos para o sistema *Trade Push* viria apresentando resultados significativos de conformidade com a regulação e já teria sido concluída em aproximadamente 70% das sociedades de agentes autônomos atualmente vinculadas à XP.

63. A Defesa lembrou que o tamanho da base de clientes da XP Investimentos (cerca de 350.000 clientes ativos) e a quantidade de agentes autônomos de investimento com quem a mantém relação (cerca de 2.415) requereriam que a criação e a implementação de uma ferramenta tão abrangente como esta fossem feitas de forma bastante cuidadosa.

IV.F. ESTRUTURA DE SUPERVISÃO DA XP

64. Além do desenvolvimento do *Trade Push*, a XP Investimentos viria realizando uma série de auditorias internas relacionadas à conduta dos agentes autônomos vinculados, o que contribuiria para que tais agentes atuassem de acordo com a regulação da CVM e com as obrigações de registro de ordens atribuídas aos intermediários.

65. Em termos de criação de uma estrutura funcional, em 2015, a XP Investimentos teria criado a XP Supervisão de AAI ("XPSA"), uma estrutura independente dotada de autonomia financeira e orçamentária, responsável por fiscalizar as atividades dos agentes autônomos e composta por dois núcleos: o Conselho de Supervisão de AAI e a Auditoria de AAI¹¹.

66. O Conselho de Supervisão de AAI se reuniria mensalmente e seria formado por uma equipe multidisciplinar dos principais executivos da XP Investimentos, incluindo o Diretor Responsável. Caberia ao Conselho de Supervisão de AAI aplicar penalidades¹² e julgar as irregularidades consideradas "gravíssimas" que tenham sido cometidas pelos agentes autônomos de investimento, podendo o Conselho de Supervisão, inclusive, avaliar quaisquer irregularidades não descritas expressamente no Regulamento de Auditoria de AAI.

¹¹ As atribuições da XPSA (item 4.1. do Regulamento), incluem: (i) fiscalizar e supervisionar os agentes autônomos contratados pela XP Investimentos; (ii) realizar trabalhos educativos por meio de treinamentos, cursos e comunicados; (iii) identificar violações ao Regulamento de Auditoria de AAI, à legislação e à regulamentação vigente; (iv) punir os agentes autônomos que cometam irregularidades; e (v) fornecer à XP Investimentos dados quantitativos e qualitativos que permitam analisar a qualidade do serviço prestado pelos agentes autônomos.

¹² O Regulamento prevê, em seu item 4.2, a aplicação das seguintes medidas disciplinares aos AAI: (i) multa pecuniária e adesão a termo de compromisso; (ii) suspensão do direito de intermediação pela XP Investimentos por até 90 dias; e (iii) distrato do contrato de prestação de serviço de AAI.



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

www.cvm.gov.br

67. A Auditoria de AAI, por sua vez, funcionaria como um corpo técnico de supervisão da atuação dos agentes autônomos de investimento, a quem caberia: (i) desenvolver um plano anual de auditoria, utilizando metodologia baseada em riscos apropriada; (ii) submeter o plano anual de auditoria ao Comitê de Auditoria da Defendente para revisão e aprovação; (iii) estabelecer um programa de educação continuada dos agentes autônomos de investimento; (iv) emitir reportes ao Conselho de Supervisão dos AAI; e (v) investigar atividades suspeitas.

68. Quando solicitado pela Auditoria de AAI, os agentes deveriam enviar as evidências das ordens de seus clientes. Essa auditoria de periodicidade mensal teria como referência as operações executadas nos seis meses anteriores ao início da auditoria.

69. Dentre outros aspectos, a Auditoria de AAI avaliaria se tais ordens: (i) foram dadas pelo cliente ou por seu representante legal cadastrado; (ii) se foram dadas previamente à execução da operação, isto é, se não são confirmações posteriores; (iii) se apresentam os dados completos da operação (código/nome do cliente, papel/ ativo, quantidade, valor do ativo e natureza da operação); e (iv) foram registradas em canal autorizado e gravado pela acusada.

70. Caso se verificasse irregularidades, o Regulamento de Auditoria de AAI preveria uma matriz de penalidades aplicáveis, de modo que a estrutura de supervisão ficaria dedicada não apenas a fiscalizar a atuação dos agentes autônomos, mas capaz, também, de impor-lhes determinadas sanções em caso de descumprimento das normas aplicáveis.

71. No que se refere a irregularidades relacionadas ao objeto deste processo, a Defesa argumenta que tal matriz preveria uma multa de R\$2.000,00 e um *fee* de 150% do valor da corretagem por ordem não apresentada. No caso de confirmações posteriores de ordem, aplicar-se-ia uma multa de R\$1.000,00 e *fee* de 50% do valor da corretagem por ordem. Ambas as penalidades seguiriam a relação da tabela abaixo, para o número de infrações verificadas:

Infração	Ausência de Ordem	Confirmação Posterior
1º apontamento	R\$2.000,00	R\$1.000,00
2º apontamento	R\$2.500,00	R\$1.500,00
3º apontamento	R\$3.000,00	R\$2.000,00
4º apontamento	R\$3.500,00	R\$2.500,00
5º apontamento	R\$4.000,00	R\$3.000,00

IV.G. CONCLUSÕES

72. Concluindo, a Defesa afirmou que a acusação teria buscado fundamentar um processo administrativo sancionador em sete confirmações posteriores de ordem, sem qualquer dano a clientes, todas originárias de uma mesma e única sociedade de agentes autônomos de investimento, dentro de um universo de 20.439.909 de negócios de clientes de varejo intermediados pela XP no ano de 2015, o que seria incabível para uma imputação desta natureza.



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

www.cvm.gov.br

73. Além disso, a amostra selecionada pela SMI teria origem em um processo de inspeção com outro objetivo, que não o de verificar o cumprimento do art. 12, parágrafo único e do art. 13, *caput* e parágrafo único, da Instrução CVM nº 505/2011.

74. A SMI não questionaria a existência desses sistemas na acusada, mas a sua efetividade. Dada a natureza dessas obrigações, contudo, seria preciso ter em mente que nem toda falha implica uma infração ou denota a fragilidade dos correspondentes controles.

75. Inclusive, inúmeros precedentes do Colegiado corroborariam essa conclusão apontando que, para que se verifique um efetivo descumprimento de obrigações de controle, a acusação deve provar que houve falhas recorrentes.

76. As confirmações extemporâneas de ordens pelos clientes, embora não sejam ideais nem encorajadas pelos Defendentes, serviriam para comprovar que as ordens foram executadas conforme a vontade dos clientes.

77. Ademais, não se poderia confundir a responsabilidade de um diretor responsável e a da pessoa jurídica com qual ele mantém vínculo. Sob a direção e supervisão de Guilherme Benchimol, a XP Investimentos teria realizado, inclusive, uma série de aprimoramentos em seus processos e obrigações de controle.

78. Por fim, a XP Investimentos contaria com uma estrutura robusta e independente de supervisão de atividades de seus agentes autônomos, através da XPSA, da Auditoria de AAI e do Conselho de Supervisão de AAI.

V – DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

79. Em 20.02.2018, o presente processo foi distribuído para minha relatoria (Doc Sei nº 0441676).

É o relatório.

Rio de Janeiro, 04 de dezembro de 2018.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR-RELATOR