



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

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Cuida-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação” ou “área técnica”) para apurar as responsabilidades da XP Investimentos CCTVM S.A. (“XP” ou “Corretora”) e de seu diretor responsável, Guilherme Dias Fernandes Benchimol (“Guilherme Benchimol”), por supostas falhas no registro e arquivamento de ordens transmitidas por clientes, em 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. A Acusação tem por fundamento o Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-1/Nº 006/2016, o qual relata os trabalhos de fiscalização realizados em sociedades de agentes autônomos e na própria XP pela Superintendência de Fiscalização Externa (“Inspeção”) desta CVM (Doc. Sei nº 0262439). Segundo a Inspeção, teria sido possível constatar que sete de 46 operações selecionadas não teriam as correspondentes ordens prévias transmitidas pelos clientes,

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.



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

ou seja, 15,22% da amostra apresentou falha quanto ao registro das ordens. Com base nessa evidência, a Acusação sustenta a violação aos artigos 12 e 13 da ICVM nº 505/2011.

II. MÉRITO

3. Os acusados não negam a existência da falha apontada pela Acusação, contudo, alegam que ela resultaria de erro operacional isolado relacionado à dificuldade de localizar os registros correspondentes em tempo hábil. Acrescentam que nenhuma das ordens teria sido executada em desacordo com as instruções dos respectivos clientes, conforme atestariam as confirmações de ordens extemporâneas assinadas pelos clientes da Corretora.

4. Alegam também que a Acusação teria se baseado em uma amostra pouco representativa – 0,00003% das ordens de clientes de varejo intermediadas pela XP em 2015 –, originada de um processo de que teria outro objetivo com metodologia concebida para outras finalidades, a revelar evidente equívoco de seleção.

5. Essa amostra quantitativamente limitada traria, segundo a defesa, alguns vícios porque consideraria um número pequeno de sociedades de agentes autônomos, de negócios e de clientes. Assim, o resultado utilizado pela Acusação seria pouco representativo daquilo que de fato corresponde à totalidade dos negócios intermediados já que as sete confirmações de ordem feitas posteriormente pelos clientes viriam de uma mesma e única sociedade de agentes autônomos.

6. Alegam ainda que, de acordo com a Instrução CVM nº 505/2011, não bastaria a ocorrência de algumas poucas falhas, mas que elas fossem reiteradas, constantes e sistemáticas, de modo a refletir um padrão recorrente de erro para que pudessem corroborar sua inadequação. Nessa direção, a defesa cita as Instruções CVM nº 542 e 543, de 20 de dezembro de 2013, que apontariam 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).

7. Em relação à materialidade do ilícito, tenho que os argumentos de defesa não são capazes de afastar a ocorrência da irregularidade.

8. O relatório da Inspeção demonstra que a SMI e a SFI não fizeram uso da amostragem estatística ou probabilística, como quer fazer parecer a defesa. A amostra selecionada pela Inspeção é denominada não estatística ou não probabilística por ter utilizado em sua definição



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

critérios subjetivos, baseados nas experiências profissionais de cada uma das áreas técnicas, justamente para buscar “estimadores tendenciosos”².

9. Dito de outra forma, o objetivo da Inspeção não era ter uma amostra representativa da população de todas as ordens emitidas pela XP, mas selecionar uma amostra com viés exatamente para obter maiores chances de detectar desvios de conduta praticados por agentes autônomos de investimentos em relação às normas emitidas pela Autarquia, conforme resta evidente do planejamento da Inspeção³ a seguir transcrito:

O período contemplado nos testes a serem realizados e nas evidências documentais a serem requisitadas será os 3 (três) meses anteriores ao início da inspeção, ou seja, abril, maio e junho de 2015.

A GME indicará mais dois Agentes Autônomos de Investimento – AAI (Pessoa Jurídica, preferencialmente de médio ou grande porte) a serem incluídos na amostra de agentes a serem inspecionados para atendimento à Solicitação de Inspeção, **a qual já contém a Guia da Bolsa Agentes Autônomos de Investimentos Ltda**, totalizando, assim, um total de três AAIs.

Deverão ser selecionados quatro clientes de cada um dos três agentes AAIs, considerando **clientes pessoa física, dentre aqueles com maior volume financeiro e com maior número de operações no período, preferencialmente dentre aqueles que transmitam ordens pelos canais de voz e/ou escrita (incluindo mensageria eletrônica)**.

Deverão ser selecionadas para exame 4 (quatro) ordens de cada cliente, considerando apenas aquelas transmitidas pelos canais de voz e/ou escrita (incluindo mensageria eletrônica), perfazendo, portanto, um total de 48 ordens.

10. Como se vê, a SMI e a SFI selecionaram, com base na experiência em fiscalizar e advertir os desvios de condutas praticados pelos intermediários e seus correspondentes agentes autônomos, uma amostra tendenciosa, constituída por clientes de varejo com o maior número de operações efetuadas exclusivamente pelos canais de voz e escrita e por intermédio de agentes autônomos de investimentos.

11. Além desses parâmetros, a amostra deveria conter obrigatoriamente a Guia de Bolsa Agentes Autônomos de Investimentos Ltda. (“Guia de Bolsa”), a revelar que a escolha desta sociedade também não teve nada de aleatório. Isso porque o presente processo teve origem em denúncia realizada pelo investidor M.M.M.N. em desfavor da Guia de Bolsa por supostamente prestar serviços de consultoria e de administração irregular de recursos, conforme consta do Processo CVM nº RJ 2014/10099.

² “Uma amostra probabilística caracteriza-se por ser extraída da população de tal forma que cada item [ou pessoa] tem as mesmas chances de ser selecionado que os demais”. ZENTGRAF, Roberto. *Estatística Objetiva*. 5ª ed. – Rio de Janeiro: ZTG Editora, 2009, p. 297-298.

³ DA CUNHA, Paulo R., BEUREN, Ilse M. Técnicas de Amostragem Utilizadas nas Empresas de Auditoria Independente Estabelecidas em Santa Catarina. **R. de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v.1, nº 40, p. 69-70, Jan/Abr 2006.



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

12. Diante disso, o uso da amostragem não probabilística no presente processo mostrou-se adequado, pois a Inspeção precisava trazer, de forma objetiva e prática, no menor espaço de tempo, evidências para convergir com as necessidades de informações solicitadas pela SMI.

13. Por tal razão, tenho que os argumentos da defesa no sentido de desqualificar a amostra utilizada no presente processo não se prestam para afastar as evidências coletadas pela Inspeção, nem as conclusões delas obtidas. E, mais do que isso, o art. 12 da ICVM 505/11 é bastante direto ao definir objetivamente a necessidade de o intermediário registrar todas as ordens transmitidas pelos clientes, *in verbis*:

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.**

14. Não se trata de excesso da regulação exigir o registro de todas as ordens, pois é pressuposto do bom funcionamento do mercado de bolsa que toda operação executada seja precedida de ordem prévia por meio da qual o cliente manifesta ao intermediário sua vontade inequívoca de negociar determinado ativo em seu nome nas condições que especificar. O tipo administrativo não carrega consigo nenhuma exceção, vez que se trata de regra de transparência e confiabilidade do mercado de capitais.

15. E, como visto, a Inspeção constatou sete situações específicas de operações executadas pela XP por intermédio da Guia de Bolsa sem registro de ordem prévia dos clientes, a revelar que a Corretora não cumpriu a obrigação fixada objetivamente na norma de regência, configurando, portanto, o ilícito administrativo.

16. Por isso, apesar das bem elaboradas razões da defesa, não merece acolhida a tese de que não bastaria a ocorrência de poucas falhas para que restasse evidenciada a irregularidade em face do art. 12 da ICVM nº 505/2011, pois a norma em comento não permite tal inferência, pelo contrário, é taxativa ao determinar o registro de todas as ordens.

17. Nesta direção, cabe salientar que, independentemente do tamanho da “amostra”, o descumprimento de outras regras de controle formal também fixadas objetivamente pela regulação do mercado de capitais tem sido objeto de reprimenda pelo Colegiado da CVM. No julgamento do PAS CVM nº RJ2012/1606, de 04.02.2014, por exemplo, o Colegiado responsabilizou a instituição intermediária e o seu diretor responsável em razão da falta de atualização do cadastro de um único investidor, conforme trechos do voto condutor da Diretora Ana Novaes⁴ a seguir reproduzido:

⁴ Acessado em 30.11.2018 e disponível para consulta no site da CVM no endereço eletrônico http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20140204_PAS_RJ20121606.pdf.



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

Entretanto, a Instrução CVM n.º 301/99 foi alterada, em 08/01/2008, pela Instrução CVM n.º 463/08. A inclusão do § 3º ao art. 3º trouxe, pela primeira vez, o tratamento objetivo do prazo para a atualização cadastral ao estabelecer que os dados cadastrais dos clientes ativos deveriam ser atualizados em “períodos não superiores a 24 meses”. Além disso, a Instrução CVM n.º 463/08 conferiu, em suas disposições transitórias, o prazo de 90 dias para que as instituições a ela sujeitas se adequassem.

Ou seja, pela nova regra, não havia mais dúvida alguma de que a ficha cadastral de A.D. deveria ter sido atualizada em abril de 2008, entretanto, isso só ocorreu cinco meses depois, em setembro de 2008. Cabe ressaltar que, nesse período, o cliente continuou a operar normalmente.

Assim, considero que a SLW excedeu o prazo para atualizar a ficha cadastral do cliente A.D. e voto pela condenação da corretora e de seu diretor.

18. De toda forma, ainda que eu considere necessário um juízo de ponderação e proporcionalidade na responsabilização dos participantes em casos que tais, tenho que ele é atendido, no presente caso, pelo percentual de inconformidade dentro da amostra da Inspeção. É nesse sentido a decisão do Colegiado, no julgamento do PAS CVM n.º SP 2013/456, de 20.03.2018, de minha relatoria. Naquela oportunidade, esta CVM responsabilizou a instituição intermediária e seu diretor responsável por falhas na atualização de 18 dos 25 cadastros selecionados na amostra da inspeção que fundamentou a Acusação, afastando a alegação da defesa de que a amostra de cadastros utilizada pela Acusação teria sido pouco representativa do total dos clientes da corretora. O parâmetro adotado no presente caso, portanto, está em linha com entendimento recente deste Colegiado.

19. Ainda sobre a materialidade, cabe mencionar que a BSM Supervisão de Mercados (“BSM” ou “Autorregulador”), por meio de seu Comunicado Externo 020/2017-DP⁵, de 21.12.2017, informou que o percentual de tolerância máxima para ausência de ordem para os planos de trabalho de 2018 nas auditorias operacionais dos intermediários seria de 7%, de modo que *“qualquer extrapolação do percentual de ausência de ordem em relação à tolerância máxima (7% para 2018) sujeitará o Participante à medida sancionadora”*.

20. Também de acordo com o referido comunicado, **a tolerância máxima de ausência de ordem não se aplicaria às situações de ausência de ordem identificadas em (i) reclamações ao mecanismo e ressarcimento de prejuízos (“MRP”), (ii) investigações de denúncias e (iii) investigações de supervisão de operações e ofertas.**

21. Observa-se, assim, que a irregularidade apontada pela Inspeção está em linha com a atuação da BSM, pois a amostra utilizada pela Inspeção apresentou mais que o dobro (15,22%) do percentual de ausência de registro de ordem tolerado pelo autorregulador (7%). Nada obstante, cabe repisar que o presente processo teve origem em denúncia realizada por investidor

⁵ Disponível no endereço < <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/leis-normas-regras/CE-0202017-DP.pdf> >, acessado em 30.10.2018.



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

à CVM, com posterior acionamento do MRP, revelando circunstância em que, independentemente do percentual de ausência de ordem, o intermediário sofreria medida sancionadora pela BSM.

22. Não é por outra razão que a BSM informou por meio do já mencionado comunicado que “a ausência de ordem abaixo da tolerância máxima não implica ausência de apontamentos de auditoria”, de forma que “***todas não conformidades relativas à ausência de ordem constarão do relatório de auditoria operacional enviado ao Participante, que, em resposta ao relatório de auditoria, deverá apresentar plano de ação à BSM para regularização da não conformidade***”.

23. Embora tais razões sejam suficientes para afastar a afirmação da defesa de que a redação do art. 12 representaria uma obrigação de controle sobre as atividades do intermediário e, como tal, estaria **inevitavelmente** sujeito a falhas, é oportuno registrar que vários intermediários apresentam zero por cento de ausência de registro de ordem em suas operações de bolsa, a demonstrar que, diferentemente do alegado, falhas referentes ao registro de ordem não são esperadas, tampouco admitidas.

24. Neste sentido, cabe reproduzir a tabela de conformidade dos intermediários em relação à obrigação de somente executar operações mediante ordem prévia, elaborada pela BSM com os dados obtidos em suas auditorias operacionais⁶:

Ano	Percentual de ausência de ordem – Auditoria operacional					
	Participantes auditados	Média de ausência de ordem	Máxima ausência de ordem	Participantes com ausência de ordem acima da média	Participantes com ausência de ordem abaixo da média (diferente de zero)	Participantes sem ausência de ordem (zero)
2012	76	13,1%	66,67%	30 (39,5%)	16 (21,0%)	30 (39,5%)
2013	73	16,9%	88,72%	27 (37,0%)	14 (19,2%)	32 (43,8%)
2014	70	9,4%	85,33%	20 (28,6%)	16 (22,8%)	34 (48,6%)
2015	74	7,7%	48,40%	18 (24,3%)	13 (17,6%)	43 (58,1%)
2016	71	4,1%	50,00%	22 (31,0%)	5 (7,0%)	44 (62,0%)

25. É fácil perceber da tabela acima que, no mesmo ano da Inspeção (2015), mais da metade dos intermediários (58,1%) não apresentaram falha no registro de ordens, a revelar não se tratar de obrigação impossível de ser cumprida, mas, sim, exequível por número considerável de instituições intermediárias. Mais do que isso, a tabela demonstra que o registro e o arquivamento da ordem prévia emitida pelo cliente não deve, necessariamente, conter falhas.

26. Nesse contexto, imperioso comentar o importante trabalho desempenhado pela BSM no seu exercício de autorregulação do mercado, aferível a cada ano pelo aumento do número de intermediários que cumprem rigorosamente com a determinação contida no art. 12 da ICVM nº 505/11, qual seja, garantir a execução mediante prévia ordem para todos os negócios intermediados, seja na matriz, em filiais ou em prepostos.

⁶ Disponível no endereço < <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/leis-normas-regras/CE-0202017-DP.pdf> >, acessado em 30.10.2018.



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

27. No presente julgamento, além de abonar a conduta do autorregulador neste assunto em particular, convém destacar a importância das estatísticas produzidas pelos seus trabalhos de auditoria. Nesse sentido, ao referenciar os dados constantes da tabela acima, não proponho a avocação de regras abstratas discricionariamente adotadas pelo autorregulador. O percentual de ausência de registro de ordem fixado pelo autorregulador (7%) como critério para a abertura de processo sancionador é derivado do grau de aderência dos participantes de mercado nos exercícios anteriores e, portanto, tem substrato em evidências empíricas. Ademais, os dados fornecem a devida transparência e objetividade na atuação sancionadora, além de conferirem incentivo adicional para o contínuo aperfeiçoamento dos participantes.

28. A defesa também alega que a SMI dispunha de outro instrumento regulatório a sua disposição de que poderia se valer nessas circunstâncias, antes de instaurar um processo sancionador, a saber: a expedição de ofícios de alerta.

29. Nesse ponto, embora reconheça que as características apresentadas no presente processo poderiam recomendar a emissão de ofício de alerta, isto é, a atuação orientadora da CVM no sentido de apontar as falhas identificadas no registro de ordens transmitidas por intermédio da Guia de Bolsa, com o intuito de permitir a adequação do regulado às normas legais e regulamentares, tenho que o histórico dos Acusados neste processo possa ter influenciado a decisão da SMI em escolher o caminho mais gravoso. Como já dito, o processo teve origem em reclamação apresentada pelo investidor M.M.M.N. contra a Guia de Bolsa por supostamente ter executado operações sem a sua autorização, no período compreendido entre 10.09.2010 e 02.05.2011. Segundo alegou, os agentes autônomos vinculados à XP teriam executado operações em seu nome conforme melhor lhes aprouvessem e depois as informavam por email ao reclamante, o que evidenciaria, no seu entender, a gestão indevida de seus recursos.

30. Essa reclamação também foi objeto de recurso interposto pelo reclamante ao Colegiado da CVM contra a decisão da BSM, que, embora tenha reconhecido a falha da XP no tocante ao registro das ordens relativas a operações executadas pela Guia de Bolsa em nome do reclamante, indeferiu o pedido porquanto o reclamante não teria impugnado tais operações logo após ter tido ciência delas, o que, no sentir da BSM, equivaleria à ratificação tácita das operações.

31. Ao apreciar as razões recursais no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2013/0267 em 18.03.2014, o Colegiado deu provimento ao recurso por entender que a XP teria se utilizado da Guia de Bolsa para prestar serviço de consultoria para o reclamante sem que esta sociedade estivesse autorizada pela CVM a prestar tal serviço, conforme obrigação contratual estabelecida pela XP com o reclamante. Tal delegação indevida teria nexo causal



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

direto com os prejuízos sofridos pela reclamante, a autorizar, nos termos do voto da Diretora Relatora Ana Novaes⁷, o ressarcimento por meio do MRP.

32. Neste passo, convém transcrever excerto do voto da Diretora Relatora Ana Novaes⁸ em que ela acompanha o entendimento do Conselheiro Relator da BSM quanto à necessidade da gravação de **todas** as operações transmitidas por meio de voz pelo intermediário, uma vez que a XP não havia apresentado o registro prévio de determinadas operações executadas pela Guia de Bolsa em nome do reclamante:

⁷Nas palavras da Diretora Ana Novaes: “A meu ver, é patente que a delegação do serviço de consultoria à pessoa que não está autorizada a fazê-lo implica em quebra desse dever de diligência e, portanto, pode implicar na responsabilidade da Corretora. Assim, entendo que ao contrário do que acontece normalmente, a irregularidade ora verificada tem nexos causal direto com o prejuízo sofrido pelo Reclamante, pois a decisão de investimento do investidor fica comprometida pelo assessoramento inadequado permitido pela Reclamada. 18. É oportuno lembrar que a Instrução CVM Nº 43/85 determina que os consultores de valores mobiliários devem ser pessoas com comprovada experiência. Isso serve como garantia ao mercado de que ao contratar tal serviço o investidor estará sendo assessorado por pessoa com capacidade técnica. 19. Não só os agentes da Guia da Bolsa não estavam devidamente autorizados a realizar tal atividade, como ao fazê-lo eles estariam atuando em conflito de interesse, já que a remuneração dos mesmos deriva da corretagem gerada com as operações do investidor. 20. Assim sendo, ao que me parece, a Corretora ofertou ao Reclamante um serviço de consultoria, mas falhou em sua obrigação de provê-lo adequadamente, permitindo que o Reclamante operasse sob a orientação de pessoa que não era apta a fazê-lo. Tal fato é um claro indicativo de quebra na relação de confiança que deve existir entre o investidor e o intermediário e isso é de especial importância quando se considera que a Reclamada participou do processo de educação do investidor. Nesse sentido, vale citar que o Reclamante realizou junto à Corretora o curso "Como investir na bolsa de valores com ênfase em análise técnica", de 10 horas de duração. Segundo ele, no curso os instrutores destacavam a capacidade técnica dos quadros da Corretora, inclusive incitando os alunos a 3/4 assinarem contrato com a Corretora, sob a promessa de ganhos fáceis e seguros. 21. Portanto, entendo que o prejuízo por tal irregularidade se encontra no âmbito do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, que tem como cláusula geral o ressarcimento de prejuízos decorrentes de ‘ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia’”. Disponível em http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140318_R1/20140318_D09.html, acessado em 30.10.2018.

⁸ Cabe mencionar que o provimento do recurso foi revisto de ofício pelo Colegiado em 11.02.2016, tendo em vista a decisão ter sido fundamentada em fato não controvertido nos autos. No pedido de revisão, a XP Investimentos arguiu, em síntese, que a decisão do Colegiado de 18.03.2014 baseou-se em fato não alegado anteriormente no processo administrativo e sobre o qual não teve sequer a oportunidade de se defender, qual seja, a suposta delegação do serviço de consultoria de valores mobiliários a preposto não autorizado a fazê-lo, em violação ao art. 16, IV, alínea “a”, da Instrução CVM 434/2006. De acordo com a XP Investimentos, a decisão objeto de recurso teria modificado a causa de pedir da reclamação, justificando o cabimento do ressarcimento em fato distinto e jamais suscitado pelo Reclamante. Em seu voto, o Relator Pablo Renteria destacou, inicialmente, que a regulamentação vigente não admite a legitimidade de intermediário reclamado para recorrer ou interpor pedido de reconsideração ao Colegiado em sede de MRP. Não obstante, o Relator salientou que, à luz do art. 63, § 2º, da Lei nº 9.784/1999 e do inciso IX da Deliberação CVM 463/2003, cumpre ao Colegiado rever de ofício a sua decisão quando houver erro a ser corrigido. Nesse sentido, o Relator constatou que a decisão de 18.03.2014 baseou-se em fato não alegado pelo Reclamante em sua reclamação e tampouco controvertido pelas partes interessadas e apreciado pelas diversas instâncias decisórias. No entendimento do Relator, tal procedimento não se coaduna com os princípios do devido processo legal, do contraditório e da ampla defesa, caracterizando, assim, o *error in procedendo*. Em sua visão, seria necessário o reexame da matéria, com a consequente revisão da decisão do Colegiado de 18.03.2014, considerando exclusivamente o fundamento da reclamação formulada pelo Reclamante. Disponível em http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160211_R1/20160211_D8723.html, acessado em 30.10.2018.



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

Por fim, vale citar o seguinte trecho do voto do Conselheiro-Relator no julgamento do Pleno da BSM, Sr. Cláudio Ness Mauch (fl. 795):

"Sem outra opção e entendendo que a gravação de todas as operações é uma providência da mais alta importância para a necessária transparência e confiabilidade do mercado, e que **sempre recairá sobre os intermediários a observância mais forte da regulamentação vigente**, entendo, que ainda que sem uma convicção robusta da procedência do pedido do Reclamante, deve ser a ele (Reclamante) ressarcido, conforme parecer da GJUR". (ênfase adicionada).

O que merece destaque de tal parágrafo é a assertiva, que entendo correta, de que a observância da regulamentação vigente recai primeiro e com mais força sobre os intermediários do que sobre os demais agentes de mercado. **O problema é ainda composto pela falta das gravações que já eram exigíveis à época, especialmente quando se trata de uma Corretora [XP] detentora do selo PQO.**

33. Neste contexto, qual seja, em que a XP não conseguiu garantir a integridade das ordens transmitidas pelos clientes por meio da Guia de Bolsa desde, ao menos, 2010, não se pode retirar a razão da área técnica em propor o presente processo sancionador porquanto se tratava, na realidade, de falha reiterada da XP envolvendo aquela sociedade de agentes autônomos, na qual a totalidade das operações sem registro foi constatada pela Inspeção, conforme se verifica do trecho do relatório da Inspeção a seguir transcrito:

Apuramos, também, que sete dos 46 registros encaminhados (representando 15,22%) foram efetuados em data posterior a da operação, tendo o teor do diálogo entre o AAI e o cliente permitido identificar que aquele estava precisando confirmar a ordem deste, realizada em data passada, para cumprimento de exigência de auditoria da CVM. Tais registros são pertinentes às ordens destacadas no Quadro 10, todas do AAI Guia da Bolsa:

Quadro 10 – Operações com registro da ordem em data posterior a da operação

DT_NEGOCI O	CD_NEG OCIO	NR_NE GOCIO	CD_NA TOPE	CD_CLI ENTE	QT_QT DESP	VL_NE GOCIO	VL_VOLUM E	ESCRITÓRIO DO AAI	HH_N EGOCIO
06/04/2015	BBAS3	16300	C	46731	1.500	25,15	37.725,00	Guia da Bolsa	10:43
20/05/2015	PETR4	61090	C	46731	2.000	13,10	26.200,00	Guia da Bolsa	10:34
28/04/2015	CSNA3	147660	V	51241	4.200	7,86	33.012,00	Guia da Bolsa	17:41
21/05/2015	BBAS3	42450	C	51241	1.600	24,45	39.120,00	Guia da Bolsa	11:55
05/06/2015	PARC3	2990	V	96645	300	13,60	4.080,00	Guia da Bolsa	10:18
15/06/2015	ECOO11	10	V	96645	500	60,64	30.320,00	Guia da Bolsa	12:01
01/04/2015	PETR4	466730	V	223618	4.100	10,20	41.820,00	Guia da Bolsa	16:31

34. E, muito embora a defesa tenha alegado que essas falhas estariam relacionadas à dificuldade de localizar os registros correspondentes em tempo hábil, em nenhum momento ela trouxe aos autos evidências de que as operações referenciadas na tabela foram executadas mediante ordem prévia dos clientes, mesmo depois de mais de três anos de sua ocorrência.

35. Por oportuno, impende ainda analisar a alegação da defesa de *que as confirmações extemporâneas de ordens pelos respectivos clientes, embora não sejam desejadas nem devam ser*



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

estimuladas como uma prática ou medida padrão, não são propriamente um problema, mas parte da solução possível. É evidente que a confirmação posterior das ordens pelos clientes não é o problema. O problema é a própria ausência prévia das ordens que subjaz a confirmação posterior. Não à toa os acusados estão sendo responsabilizados pela ausência das ordens e, não, por tê-las confirmado posteriormente.

36. O aspecto principal da confirmação posterior das ordens, para fins deste processo administrativo sancionador, é que esse ato não elide a irregularidade administrativa consistente em realizar operação sem prévia ordem do cliente e de não arquivar os respectivos registros e as condições em que foram executadas. De outro modo, diferir-se-ia aos investidores o cumprimento da regra de conduta dirigida aos intermediários e enfraquecer-se-ia o incentivo imposto às corretoras para o cumprimento dessa importante regra de *compliance*.

37. Aliás, a própria defesa relata que as irregularidades relacionadas ao objeto deste processo também são punidas pela XP Supervisão de AAI quando identificadas nos trabalhos de auditoria realizados em seus prepostos, ainda que sejam apresentadas confirmações posteriores. A 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

38. Nesse contexto, no qual a própria XP sanciona seus agentes autônomos de investimentos por ordem não apresentada, desde o 1º apontamento, esmorece a narrativa de que a Comissão de Valores Mobiliários deveria ser complacente com as falhas “pontuais” dos Acusados, destacadamente quando as irregularidades foram identificadas em prepostos já investigados pela BSM e por esta Autarquia pela ausência de ordens no âmbito do MRP. De todo modo, o percentual de ordens não registradas adequadamente e a confirmação posterior serão considerados na dosimetria da pena.

II.1 DO DIRETOR RESPONSÁVEL

39. A defesa alega que a extensão e a natureza da responsabilidade do diretor responsável não se confundem com a extensão e a natureza da responsabilidade da pessoa jurídica a que ele está vinculado. O entendimento de que a mera ocorrência de falhas é incapaz



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

de motivar uma acusação se justificaria neste processo. Seria preciso considerar, concretamente, as medidas tomadas por aquela pessoa natural para cumprir os deveres que a regulação lhe atribui.

40. Neste ponto, tenho que as razões da defesa são corretas, mas não se aplicam ao presente caso. Com efeito, a criação de centros de imputação de responsabilidade é estratégia regulatória adotada pela CVM amplamente conhecida do mercado e sufragada de forma uníssona pela jurisprudência⁹ administrativa da Autarquia. Seu objetivo é evitar a diluição da responsabilidade no âmbito da pessoa jurídica e estimular a adoção de conduta diligente pelos administradores designados para ocupar certas funções, atribuindo-se a estes últimos a responsabilidade pelo cumprimento e fiscalização das normas legais e regulamentares¹⁰.

41. Nesse sentido, é o paradigma firmado no julgamento do PAS CVM nº RJ2010/9129, que trata da responsabilidade do diretor indicado pelo administrador de carteira pessoa jurídica como responsável perante a CVM, nos termos do art. 7º da Instrução CVM nº 306/99. Naquela assentada, asseverou-se:

"[a] lógica de se estabelecer focos de responsabilização – diretores responsáveis por atividades específicas – é a de criar não apenas centros de imputação de responsabilidades, de modo que estas não fiquem sempre diluídas na pessoa jurídica, mas, também a de, com isso, criar estímulos para a conduta diligente – ou protetiva – dos administradores designados para aquelas funções.

Assim, ainda que uma determinada instituição sempre tenha adotado más práticas, de maneira generalizada, **cabe ao diretor responsável registrar seus esforços, tomar medidas hábeis tanto a resolver os problemas existentes, quanto a delimitar sua responsabilidade.** E isso, vale dizer, é um dos elementos a diferenciar a responsabilidade de que aqui se está tratando de responsabilidade objetiva. Também não é de inversão do ônus da prova que se trata no presente caso, uma vez que a situação, de flagrante irregularidade, restou também comprovada.

Não há que se falar em injustiça, então, na atribuição de responsabilidade a uma única pessoa no caso vertente, mas, sim, no fruto de uma estratégia regulatória que sempre foi clara. E não há que se falar também, a meu ver, que, em casos como este, a responsabilidade deva caber, de forma exclusiva, à instituição administradora (...)" (grifou-se)

⁹ PAS CVM nº RJ2010/9129, Dir. Rel. Otávio Yazbek, julg. em 09.08.2011; PAS CVM nº RJ2010/13301, Dir. Rel. Luciana Dias, julg. em 23.10.2012; PAS CVM nº 08/2004, Dir. Rel. Luciana Dias, julg. em 06.12.2012; PAS CVM nº 03/2009, Dir. Rel. Ana Novaes, julg. em 30.04.2013; PAS CVM nº 01/2010, Dir. Rel. Roberto Tadeu, julg. em 09.07.2013; PAS CVM nº RJ2012/12201, Dir. Rel. Luciana Dias, julg. em 04.08.2015; PAS CVM nº RJ2013/5456, Dir. Rel. Roberto Tadeu, julg. em 20.10.2015; PAS CVM nº 12/2013, Dir. Rel. Gustavo Borba, julg. em 24.05.2016; e PAS CVM nº RJ2016/6284, Dir. Rel. Pablo Renteria, julg. em 23.10.2018;

¹⁰ PAS CVM 19957.0003266/2017-90, Dir. Rel. Gustavo Borba, julg. em 10.04.2018.



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

42. No mesmo diapasão, vale reproduzir o seguinte trecho do voto proferido pela Diretora Relatora Luciana Dias no julgamento do PAS CVM nº RJ2010/13301:

“49. A construção desses núcleos de imputabilidade é uma estratégia legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas dos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, proveniente da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição.

50. Essa estratégia está longe do instituto da responsabilidade objetiva, em que a avaliação da culpa ou do dolo do indivíduo é dispensável. O diretor responsável sempre pode comprovar que implementou mecanismos adequados para assegurar o cumprimento do mandamento legal ou regulamentar, que supervisionou com diligência, enfim, que promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos forem satisfatoriamente implementados e o diretor provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade do diretor responsável.”

43. Na mesma linha, mas ainda sem a construção teórica consolidada dos “centros de imputação de responsabilidade”, é a manifestação da então Diretora Relatora Maria Helena de Santana no PAS CVM nº RJ2005/8510:

“como diretor responsável, pessoa que existe na regulamentação exatamente para assegurar em nome da pessoa jurídica, que evidentemente não tem vontades, que as normas aplicáveis sejam por ela respeitadas, o diretor responsável só poderia ser eximido de culpa no caso em que ficasse demonstrado que ele tomou cuidados e providências para garantir o cumprimento dessas obrigações, que apesar de sua atuação não teriam sido seguidas.”

44. Assim, à luz dos precedentes desta CVM, deveria o Acusado ter demonstrado nos autos de que forma desincumbiu-se de suas responsabilidades, supervisionou com diligência ou promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento das normas estabelecidas pela ICVM 505/2011. Nesse caso, poder-se-ia concluir, em tese, que as falhas identificadas pela amostra da Inspeção ocorreram apesar da atuação do administrador.

45. Ocorre, entretanto, que, ao procurar demonstrar o seu empenho no aperfeiçoamento contínuo dos mecanismos de controle de registro de ordens e da estrutura de supervisão da XP Investimento, o Acusado refere-se unicamente a medidas tomadas após os fatos narrados pela Acusação. O desenvolvimento da ferramenta para envio e registro de ordens de cliente – o Trade Push – e a criação da XP Supervisão de AAI (“XPSA”) cronologicamente não demonstram que as irregularidades ocorreram a par dos melhores esforços do Acusado, restando, portanto,



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

configurada a infração à luz do art. 4º da ICVM nº 505/11 e da jurisprudência consolidada desta Autarquia.

46. Nesse aspecto, é pertinente a lição do Diretor Pablo Renteria no julgamento do PAS CVM nº 2015/12087, julgado em 24.07.2018:

“Diferentemente do alegado pela defesa, a responsabilidade do diretor responsável não é objetiva nem solidária ao da sociedade gestora. Ao reverso, afigura-se pessoal e subjetiva, pois o diretor responde apenas nos limites da sua culpa, não sendo passível de punição caso reste demonstrado nos autos que tenha adotado as providências cabíveis para evitar a produção da irregularidade.”

47. Ademais, acresça-se especialmente ao presente caso que, após a controvérsia estabelecida nos autos do Processo Administrativo CVM nº RJ2013/0267, na qual foi salientada a falta de ordens gravadas no agente autônomo, os Acusados sequer poderiam alegar desconhecimento do possível baixo grau de aderência de seu preposto às normas das ICVM nº 505/11. Ao contrário, a XP exerceu papel ativo naquele processo administrativo e conhecia integralmente seu conteúdo.

48. Nesse quadro, ressoa absolutamente razoável exigir que o Acusado fosse capaz de minimamente demonstrar os esforços adicionais de conformidade em relação àquele agente autônomo, em especial, o que, reafirme-se, não restou demonstrado.

49. De fato, considerando que as irregularidades anteriormente encontradas na Guia da Bolsa datam do período compreendido entre 10.09.2010 e 02.05.2011 e que foram novamente encontradas na Inspeção de 2015, é improcedente a alegação de que a infração seria imperceptível para a administração da Acusada ou que denotaria mera falha pontual do preposto da XP atribuível objetivamente ou “por extensão” irrefletida ao diretor responsável.

III. CONCLUSÃO E PENALIDADES

50. Nesses termos, parece-me incontroverso que a XP e seu diretor responsável Guilherme Benchimol, cuja obrigação administrativa é direcionada nos termos do art. 4º da ICVM nº 505/11, não conseguiram manter a integridade dos registros de ordens transmitidas pelos clientes por meio da Guia de Bolsa, em violação aos arts. 12 e 13 da mesma instrução.

51. Na dosimetria da pena, entendo que o empenho dos Acusados no aprimoramento dos seus mecanismos de controle, consubstanciado nos autos na forma do Regulamento de Auditoria de Agente Autônomo de Investimentos e na apresentação da ferramenta *Trade Push*, conquanto não afaste a responsabilidade pela infração verificada, deve ser considerado como atenuante da penalidade a ser imposta. Tais aprimoramentos, ainda que posteriores às irregularidades verificadas pela Inspeção, demonstram os esforços empreendidos pelos Acusados para a



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

conformidade de seus processos de trabalho, destacadamente em relação à atuação dos agentes autônomos, que exercem função essencial no modelo de negócios da XP.

52. Por outro lado, é necessário consignar a importância do registro prévio das ordens para a proteção dos investidores e manutenção da integridade do mercado. A toda evidência, não se trata aqui de mera burocracia ou custo de observância infundado. O registro prévio da ordem é demonstração de que a vontade inequívoca do cliente foi observada em determinada operação, traduzindo-se, dessa forma, em pressuposto para o bom funcionamento do mercado. Representa, ainda, importante instrumento de inibição de infrações graves como a gestão irregular de carteira, *insider trading*, operações com seguro, etc., conforme ampla jurisprudência desta Autarquia. O registro das ordens é também fundamental para a instrumentalização da reparação de danos pelos investidores, seja por meio do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, de que trata o art. 77, da ICVM 461/07, seja em ação própria no âmbito do Poder Judiciário.

53. Nesse sentido, a atuação firme desta Comissão de Valores Mobiliários, em estreita coordenação com o autorregulador, aponta para o índice de convergência esperado dos participantes às regras de conformidade por ela estipulados.

54. Por todo exposto, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, com redação anterior a edição da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, considerando a gravidade da conduta e a capacidade econômica do infrator, e como atenuantes os bons antecedentes, o percentual de ordens não registradas adequadamente, a confirmação posterior e os aprimoramentos dos mecanismos de controle, voto pela condenação de:

- a) XP Investimentos CCTVM S.A. por infração ao artigo 12, parágrafo único, e ao artigo 13, *caput* e parágrafo único, da Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro 2011, à penalidade de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais);
- b) Guilherme Dias Fernandes Benchimol, na qualidade de diretor responsável, por infração ao artigo 12, parágrafo único, e ao artigo 13, *caput* e parágrafo único, da Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro 2011, à penalidade de R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

É o voto.

Rio de Janeiro, 04 de dezembro de 2018.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR RELATOR