



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

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. UMA BREVE INTRODUÇÃO (QUE JÁ ANTECIPA A CONCLUSÃO)

1. Neste processo sancionador, julgamos se a XP¹ e seu diretor responsável, Guilherme Benchimol, devem ser responsabilizados por suposta infração ao artigo 12, parágrafo único, e ao artigo 13, *caput* e parágrafo único, ambos da Instrução CVM nº 505/2011.
2. A tese da Acusação se baseia na análise de um conjunto de 48 negócios realizados por 4 clientes da Corretora por meio de 2 sociedades de agentes autônomos de investimento. A SMI apurou falhas no registro e arquivamento de 7 ordens relativas a tais negócios, o que, na visão da área técnica, bastaria para configurar a violação aos artigos acima referidos.
3. Em 04.12.2018, o Colegiado deu início ao julgamento do caso com a leitura do voto do Diretor Relator, que acolheu a tese da Acusação e votou pela condenação dos acusados. Naquela ocasião, solicitei vista dos autos para melhor refletir acerca da responsabilidade das sociedades corretoras e de seus diretores responsáveis por problemas relacionados a falhas de registro e arquivamento de ordens de clientes atendidos por agentes autônomos de investimentos.

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 elaborado pelo Diretor Relator.



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

4. Devolvo o processo após firmar convicção de que a Corretora e seu diretor responsável devem ser absolvidos das acusações que lhes foram formuladas.

5. No meu sentir, as obrigações de registro e arquivamento de ordens impostas pela Instrução CVM nº 505/2011 têm caráter instrumental e visam assegurar o adequado exercício da atividade de intermediação e prevenir os riscos a ela associados. Para seu cumprimento, a norma exige que os intermediários estabeleçam mecanismos efetivos de controle sobre as atividades que exercem; dessa forma, a princípio, só há que se falar em violação a essas obrigações na hipótese de a corretora não ter regras, controles e procedimentos ou caso eles não sejam efetivos. Em outras palavras, falhas pontuais e isoladas no registro e arquivamento de ordens não bastam para caracterizar a violação aos artigos 12 e 13 da Instrução CVM nº 505/2011.

6. Esse entendimento sobre como as obrigações de controle devem ser cumpridas pelos participantes do mercado e, conseqüentemente, como devem ser apurados os eventuais descumprimentos aos comandos normativos que as disciplinam, decorre de uma interpretação sistemática da Instrução CVM nº 505/2011, no sentido de que as obrigações previstas nos artigos 12 e 13 devem ser interpretadas à luz das diretrizes fixadas pelo artigo 3º daquele mesmo normativo. A interpretação, vale dizer, é corroborada pela forma como as obrigações de controle impostas aos participantes do mercado são ordinariamente supervisionadas, bem como pela melhor jurisprudência da CVM em casos sobre a matéria.

7. Por entender que os intermediários se desincumbem das obrigações de registro e arquivamento de ordens impostas pela Instrução CVM nº 505/2011 mediante a implementação de controles efetivos, julgo que a amostra coletada pela Acusação não foi suficiente para formar a convicção de que as falhas apontadas neste caso não eram pontuais e isoladas, revelando-se insubsistente, portanto, para condenar a Corretora e seu diretor responsável pela violação aos artigos 12 e 13 da Instrução CVM nº 505/2011, o que me leva a concluir pela absolvição.

8. Feito esse breve resumo, passo ao voto.

II. A FORMA COMO OS INTERMEDIÁRIOS CUMPREM AS OBRIGAÇÕES DE REGISTRO E ARQUIVAMENTO DE ORDENS DETERMINA O MODO PELO QUAL OS ALEGADOS DESCUMPRIMENTOS DEVEM SER APURADOS

O caráter instrumental das obrigações de registro e arquivamento de ordens

9. Inicialmente, vale pontuar que o registro e o arquivamento de ordens são imprescindíveis para o bom funcionamento do mercado. Como bem destacado no voto do Diretor Relator, “é



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

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”.

10. As obrigações de registro e arquivamento de ordens servem a diversos objetivos, tais como garantir que as ordens dadas pelos clientes sejam adequadamente executadas e coibir a realização de práticas ilícitas, identificando o responsável pela emissão de ordens. Trata-se, portanto, de obrigações de controle, de caráter instrumental, que visam assegurar o adequado exercício da atividade de intermediação e prevenir os riscos a ela associados.

As obrigações de controle no sistema da Instrução CVM nº 505/2011

11. O cumprimento dessas obrigações se dá pelo estabelecimento de regras, procedimentos e controles internos efetivos, que permitam ao intermediário implementar e supervisionar o cumprimento da regulamentação do mercado de valores mobiliários, inclusive por parte de seus clientes. Nesse aspecto, quando das discussões que resultaram na edição da Instrução CVM nº 505/2011, destacou-se que:

“A importância dos intermediários na preservação da integridade do mercado é cada vez mais reconhecida pelos organismos internacionais. Para que eles desempenhem essa função, uma regulação eficiente do mercado de valores mobiliários deve induzi-los a estabelecer práticas operacionais capazes de cumprir a regulamentação em vigor e, ao mesmo tempo, prevenir irregularidades e ilícitos por parte dos participantes do mercado”².

12. Na minha leitura, o artigo 3º da Instrução CVM nº 505/2011 estabelece, em linhas gerais, como as obrigações de controle devem ser cumpridas pelos participantes do mercado e, também, as hipóteses em que tais obrigações restarão descumpridas. Além de exigir a adoção de regras, controles e procedimentos (*caput*) escritos, passíveis de verificação e disponíveis às entidades administradoras de mercados organizados (§1º), o artigo 3º explicita que as obrigações ali estabelecidas são consideradas descumpridas não só quando os controles forem inexistentes ou insuficientes, como também em casos de implementação inadequada (§2º), não se traduzindo em controles efetivos. O §3º daquele comando detalha serem “evidências de implementação inadequada das regras, procedimentos e controle internos”, “a reiterada ocorrência de falhas” (§3º,

² Edital de Audiência Pública nº 04/09, de 28.04.2009. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2009/sdm0409.html.



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

I) e “a ausência de registro da aplicação da metodologia, de forma consistente e passível de verificação” (§3º, II).

13. Essa interpretação é reforçada por uma análise sistemática dos dispositivos da Instrução CVM nº 505/2011 que cuidam de obrigações de controle de forma mais específica. Pode-se, por exemplo, cotejar a redação do artigo 12, parágrafo único, com a do artigo 13 daquele normativo. O primeiro comando, que cuida da obrigação de registro, faz referência a todas as ordens. Já o segundo, que cuida do arquivamento desses registros, não requer expressamente que todos os registros sejam arquivados. Não há razão para que as duas obrigações tenham alcances diferentes: parece-me, de fato, subentendido que a obrigação de arquivamento também abrange todas as ordens (cada qual objeto de um registro específico).

14. Outro exercício interessante é comparar o referido artigo 12 com o artigo 14 daquela mesma Instrução. O primeiro não faz referência expressa a sistemas, embora esteja claramente inserido no rol de obrigações instrumentais cujo cumprimento, insisto, se dá pela implementação de controles efetivos. Já o artigo 14 – que assim como o parágrafo único do artigo 12, também trata do registro de ordens, mas em um contexto mais específico (abrangendo apenas o registro daquelas transmitidas por telefone ou outro sistema de voz) – requer a manutenção de um *sistema de gravação*³. Parece-me implícito, portanto, que a obrigação de registro de ordens, genericamente prevista no artigo 12, também é cumprida com a adoção de sistemas efetivos.

15. A mesma conclusão pode, ainda, ser alcançada pelo exame sistemático do artigo 13 da Instrução CVM nº 505/2011, que trata da obrigação de arquivamento das ordens. O *caput* impõe ao intermediário a obrigação de “arquivar os registros das ordens transmitidas pelos clientes e as condições em que foram executadas, independentemente de sua forma de transmissão”. Não faz qualquer menção a sistemas, mas o parágrafo único, que o complementa, já se inicia com referência ao “sistema de arquivamento de que trata o *caput*”.

16. Todas essas análises, portanto, levam à constatação de que o eventual descumprimento das obrigações de controle impostas aos intermediários deve ser analisado à luz do que dispõe os §§2º e 3º do artigo 3º da Instrução CVM nº 505/2011. Assim, o fato de o parágrafo único do artigo 12 da Instrução CVM nº 505/2011 expressamente determinar que *todas* as ordens sejam registradas, não me parece autorizar a conclusão de que a ausência de registro de uma única ordem, ou de um

³ A própria Acusação, aliás, afirma que “a Instrução 505, em seus artigos 12 e 13, procura (...) também estabelecer um sistema de controle dos registros relevantes de modo a que seja possível a verificação, a qualquer momento, da compatibilidade entre ordens dadas e negócios executados” (§ 23 do Termo de Acusação).



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

conjunto pouco expressivo de ordens, seja suficiente para a instauração de um processo sancionador, muito menos para a condenação dos intermediários. A interpretação literal, creio eu, peca por ignorar o sistema da Instrução CVM nº 505/2011 e a forma como os intermediários se desincumbem das suas obrigações de controle⁴.

A supervisão das obrigações de registro e arquivamento de ordens pela BSM

17. Essa interpretação é coerente com a forma pela qual as obrigações de registro e arquivamento de ordens são supervisionadas pelo autorregulador.

18. Em benefício da síntese, não irei aqui me estender no exame de como a regulação e autorregulação se articulam em nosso mercado de capitais: reporto-me, nesse ponto, ao que disse no Processo CVM nº SEI 19957.002928/2016-23, analisado em 10.07.2017, de minha relatoria⁵.

19. A Instrução CVM nº 461/2007 consagrou um modelo de autorregulação de monitoramento em nosso mercado de capitais, em que a “entidade autorreguladora exerce amplas competências regulatórias, submetendo-se, entretanto, ao controle prévio ou sucessivo exercido pelo Poder Público, conforme previsão legal ou regulamentar”⁶. Como explorei no precedente acima

⁴ Nem se argumente que essa perspectiva sistêmica ignora o caráter instrumental das obrigações de registro e arquivamento de ordens e deixa desprotegido os clientes do intermediário. De fato, a principal finalidade dessas obrigações é justamente garantir que as ordens dadas pelos clientes sejam adequadamente executadas e que os negócios decorram de ordens regularmente emanadas pelos clientes. Na perspectiva de proteção dos clientes, contudo, o regulador se vale de duas estratégias: o *enforcement* sobre as obrigações de controle impostas aos intermediários e a regulamentação das reclamações dirigidas ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (artigo 77 e seguintes da Instrução CVM nº 461/2007).

No âmbito do MRP, o autorregulador e a CVM (essa, em sede recursal) analisam eventuais falhas de registro ou arquivamento das ordens com uma perspectiva diferente. Naquele contexto, falhas têm consequências independentemente do seu caráter sistêmico. A falta de qualquer registro gera uma presunção relativa de que as operações não foram autorizadas pelo investidor, cabendo, portanto, o ressarcimento. Ou seja, um único negócio realizado em nome de investidor sem que a ordem tenha sido comprovada pelo intermediário pode gerar o dever de ressarcir o cliente, naturalmente desde que presentes os requisitos previstos no artigo 77 da Instrução CVM nº 461/2007.

Trata-se, penso eu, de olhares propositadamente diferentes e, de certo modo, complementares. No âmbito do processo administrativo sancionador, o que se analisa é se houve irregularidade administrativa punível. Nesse contexto, como regra geral, entende-se que falhas isoladas não significam necessariamente que os controles internos de uma instituição financeira são falhos ou que houve falta de diligência do diretor responsável da instituição. Já no contexto do MRP, a presunção relativa em favor do investidor decorrente da não apresentação do registro de determinada ordem se afigura como medida adequada e proporcional, garantindo a proteção dos investidores e a confiabilidade do sistema.

⁵ Recursos contra decisão da SMI – Procedimentos adotados pela BSM em instrução e julgamento de processo administrativo disciplinar.

⁶ BINENBOJM, Gustavo. *Poder de Polícia, Ordenação, Regulação*. 1ª Edição. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2016, p. 304.



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

mencionado, a CVM supervisiona a atividade autorregulatória rotineiramente, com mecanismos de controle prévio e posterior.

20. Nesse contexto, as auditorias de rotina nos intermediários são preponderantemente realizadas pela BSM, por meio de auditorias operacionais. A SMI acompanha de perto a atuação do autorregulador, desde o planejamento das auditorias até a análise dos resultados nelas obtidos. Além das auditorias operacionais, que englobam 100% dos intermediários, a BSM realiza auditorias específicas, inclusive quando demandada pela área técnica da CVM.

21. Especificamente no tocante às obrigações de registro e arquivamento de ordens, a BSM, em conjunto com a CVM, fixa um patamar de tolerância máxima para a não apresentação de ordens, o qual, se observado, não sujeita o participante a medidas sancionadoras por parte do autorregulador⁷. A estipulação desse critério objetivo para determinar as medidas sancionatórias de *enforcement* deixa claro que, para tal finalidade, regulador e autorregulador entendem que as obrigações de controle impostas aos participantes do mercado devem, a princípio⁸, ser analisadas sob uma perspectiva sistêmica, sem prejuízo do entendimento de que para o bom funcionamento do mercado toda operação no mercado de bolsa executada em nome de cliente deve ser precedida por ordem prévia, como dispõe o normativo⁹.

Jurisprudência da CVM em casos envolvendo obrigações de controle

22. O entendimento de que as obrigações de controle impostas aos participantes do mercado devem ser analisadas sob uma perspectiva sistêmica é, ainda, corroborado pela jurisprudência da CVM em casos envolvendo obrigações de controle impostas não só aos intermediários¹⁰, como a

⁷ V. Ofício nº 27/2019/CVM/SMI/GMN, de 13.02.2019, e Comunicado Externo BSM 002/2019-DAR-BSM, de 15.02.2019.

⁸ A BSM ressalva que em determinadas situações – (i) reclamações ao MRP, (ii) investigações de denúncias e (iii) investigações de supervisão de operações e ofertas – pode haver adoção de medida sancionadora mesmo em casos em que a falha detectada é inferior ao patamar de tolerância máxima. V. Comunicado Externo BSM 002/2019-DAR-BSM. Trata-se, contudo, de hipóteses específicas, nas quais a ausência de ordens, de forma geral, é parte de um quadro maior e, portanto, o tamanho e o critério para definição de tais amostras é também diferenciado.

⁹ Por isso mesmo, a ausência de ordem abaixo da tolerância máxima não implica em ausência de apontamentos de auditoria e de exigência de plano de ação para regularização da não-conformidade. V. Comunicado Externo BSM 02/2017-DAR-BSM, de 21.12.2017.

¹⁰ PAS CVM nº SP2005/0180, j. em 04.07.2007, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa; PAS CVM nº SP2010/049, j. em 12.11.2013, Dir. Rel. Otavio Yazbek.



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

outros participantes do mercado¹¹, inclusive aqueles, como os administradores fiduciários, cuja regulação aplicável não contém comando similar ao artigo 3º da Instrução CVM nº 505/2011¹².

23. Um exemplo recente foi a decisão da CVM no PAS CVM nº RJ2016/295, j. em 07.05.2019, do qual fui relator. O caso foi instaurado para apurar responsabilidade de um administrador fiduciário e de um gestor de carteira por alegadas irregularidades na administração e gestão de fundos de investimento. Dentre outras imputações, o administrador fiduciário foi acusado de descumprir a regra que o obrigava a “diligenciar para que sejam mantidos, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem (...) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo”, uma vez que havia se constatado falhas pontuais em lançamentos feitos na contabilidade de um dos fundos administrados. Por unanimidade, o Colegiado decidiu pela absolvição da administradora fiduciária dessa acusação, nos termos do voto:

“15. Ora, entendo não ser possível concluir, a partir de uma falha pontual em um registro contábil, rapidamente corrigida, que o administrador fiduciário não diligenciou para que os registros contábeis dos fundos que administra fossem mantidos atualizados e em perfeita ordem. O verbo empregado no comando – diligenciar – indica a meu ver que o dever do administrador fiduciário quanto a esse ponto constitui uma obrigação de meio.

16. Trata-se, a meu ver, da única interpretação que se coaduna à realidade da indústria de fundos brasileira. Afinal de contas, os administradores fiduciários – em especial aqueles que atuam em fundos com a carteira administrada por gestores independentes – são responsáveis pela contabilidade de muitos fundos e, conseqüentemente, pelo registro de uma enorme quantidade de operações.

17. Nessa perspectiva, apenar o administrador fiduciário por falhas isoladas na contabilidade de um fundo não só consolidaria uma visão irreal do que constitui uma conduta diligente nessas circunstâncias fáticas – e a diligência é um padrão abstrato de conduta, que necessariamente precisa ser analisada à luz das especificidades dos casos concretos – como também poderia acabar por produzir efeitos indesejados na indústria, seja afastando bons profissionais do mercado, seja encarecendo de forma descabida os seus serviços.

18. Não se trata, é bom que se diga, de consagrar um regime de irresponsabilidade. O dever de diligenciar para que os registros contábeis dos fundos sejam mantidos atualizados e em perfeita ordem requer que os administradores fiduciários implementem e mantenham sistemas e controles apropriados. No caso em tela, as explicações fornecidas pela Administradora Fiduciária evidenciam que essa possuía

¹¹ PAS CVM nº RJ2006/4663, j. em 04.09.2007, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto; PAS CVM nº 2010/9129, j. em 09.08.2011, Dir. Rel. Otavio Yazbek.

¹² Por exemplo, o artigo 15, § 3º, I da Instrução CVM nº 542/2013, que dispõe sobre a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários e o artigo 27, § 3º, I, da Instrução CVM nº 543/2013, que dispõe sobre a prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários.



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

sistemas para gerenciar os lançamentos contábeis dos fundos administrados e que o problema aqui debatido decorreu, de fato, de uma falha isolada.”

24. O paralelo entre esse e aquele caso me parece evidente. Do mesmo modo que o intermediário deve cuidar para que *todas* as ordens sejam registradas, incumbe ao administrador fiduciário tomar providências para que *todos* os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio dos fundos de investimento que administra sejam mantidos atualizados e em perfeita ordem.

25. Em ambos os casos, o cumprimento das obrigações se dá pela implementação de sistemas e controles efetivos sobre as atividades desempenhadas. A CVM pode e deve exigir que os participantes do mercado adotem controles efetivos e estabeleçam rotinas para regularmente testar a eficácia desses procedimentos; não pode, contudo, presumir que tais controles, por melhores que possam ser, estejam 100% à prova de falhas. Como aponta a defesa, é possível, por exemplo, que uma ordem deixe de ser gravada por uma falha isolada no funcionamento dos equipamentos de gravação, fato que, por si só, a toda evidência, não autorizaria a conclusão de que o intermediário não tinha controles efetivos para cumprir com as obrigações de registro e arquivamento das ordens.

III. POR QUE AS PROVAS DOS AUTOS NÃO SÃO SUFICIENTES PARA SUSTENTAR A ACUSAÇÃO FORMULADA

26. Em razão da divergência sobre como as obrigações de controle devem ser cumpridas pelos participantes do mercado e, conseqüentemente, como devem ser apurados os eventuais descumprimentos aos comandos normativos que as disciplinam, divirjo também do Diretor Relator quanto à suficiência das provas trazidas pela Acusação.

27. Em que pese não ter se tratado de investigação por denúncia de supervisão por ausência de ordem, a amostra utilizada pela SMI foi bem limitada: considerou somente 2 sociedades de agentes autônomos (das mais de 424 à época vinculadas à XP), somente 48 negócios (dos mais de 20.439.909 realizados intermediados pela Corretora em 2015 para clientes de varejo) e somente 4 clientes (contra os mais de 120.000 clientes então ativos). A tabela a seguir resume a amostra que embasa a Acusação:

	Amostra SFI	Total 2015	%
Agentes autônomos	2	424	0,471698%
Negócios	48	20.439.909*	0,000235%
Clientes	4	120.000	0,003333%

* Considera apenas os negócios intermediados pela XP em 2015 para clientes de varejo.



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. Em juízo de razoabilidade e proporcionalidade, tenho que a amostra colhida não nos permite concluir que os sistemas de registro e arquivamento de ordens da Corretora não eram efetivos, de acordo com os critérios do artigo 3º, §3º, da Instrução CVM nº 505/2011.

29. A inspeção realizada pela SFI foi solicitada no contexto de uma investigação para “apurar a existência de indícios de que agentes autônomos de investimentos vinculados à XP prestassem serviços de consultoria de valores mobiliários”¹³. Não se buscou, portanto, verificar irregularidades ou deficiências de controles e processos, mas examinar se duas sociedades de agentes autônomos de investimento estavam exercendo uma atividade regulada sem a devida autorização.

30. O próprio conceito de amostragem pressupõe que se considere a finalidade do procedimento e as características da população a ser analisada. No caso, o tamanho e a composição da amostra colhida pela área técnica, embora adequado para os fins a que originalmente se destinava, não é suficiente para sustentar eventual descumprimento dos artigos 12 e 13 da Instrução CVM nº 505/2011.

31. Também não me parece apropriado comparar o percentual de falhas da amostra colhida pela SFI com o limite de tolerância máxima para ausência de ordens empregado pela BSM para não adoção de medida sancionadora. O referido patamar é fixado com base no resultado das auditorias operacionais realizadas pelo autorregulador nos participantes, que seguem uma mesma metodologia e são, portanto, comparáveis entre si. Não é adequado, contudo, aplicá-la a outro tipo de amostra, obtida a partir de uma metodologia distinta¹⁴.

32. Diante de todos esses elementos, não vejo como formar convicção de que as falhas eram reiteradas ou sistemáticas a partir de uma amostra tão restrita, formatada fora de um contexto específico de investigação quanto à ausência de ordens e com adoção de metodologia diversa da utilizada em auditorias com cujo resultado se pretenda comparar, para fins de ponderação sobre o que efetivamente significa o percentual de falhas a que se chegou neste caso.

33. Ressalto, ainda, não haver elementos que indiquem que as falhas encontradas se inseriam em um quadro de irregularidade – ao contrário, as confirmações de ordens realizadas pelos clientes posteriormente aos respectivos negócios, ainda que não afastem a tipicidade formal da infração e

¹³ Item 2 do Termo de Acusação (doc. 0356875).



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

sejam consideradas como meras atenuantes, demonstram que as referidas falhas não resultaram em prejuízos a clientes.

V. CONCLUSÃO

34. Diante de todo o exposto, voto pela absolvição dos Acusados.

35. Não posso, contudo, concluir este voto sem destacar que a proposta de absolvição, no caso concreto, não busca de modo algum colocar em xeque o importante trabalho que SMI e BSM fazem na supervisão dos controles adotados pelos intermediários. Pelo contrário.

36. Diante da crescente complexidade do mercado de valores mobiliários, a regulamentação dos participantes do mercado é cada vez mais baseada na imposição de obrigações de controle. A toda evidência, a CVM não se demite de suas responsabilidades ao exigir sistemas, controles e procedimentos efetivos que permitam aos participantes do mercado identificar, mensurar e mitigar os riscos associados às suas respectivas atividades. É fundamental que o regulador e o autorregulador incluam em suas rotinas de supervisão medidas destinadas a verificar a existência e eficácia dos sistemas, controles e procedimentos dos agentes regulados. O que se espera, portanto, é que os participantes do mercado trabalhem para a melhoria constante dos seus procedimentos e que a SMI e a BSM prossigam supervisionando esse trabalho.

É como voto.

Rio de Janeiro, 13 de agosto de 2019

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor