



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 04/2015

#### PAS CVM SEI nº 19957.010956/2019-67

Reg. Col. 0859/17

**Acusados:** Eduardo Vargas Haas  
Rafael Ferri

**Assunto:** Apurar responsabilidades por administração irregular de carteiras de valores mobiliários por agentes autônomos de investimentos.

**Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

### VOTO

#### I. OBJETO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SPS e pela PFE em face de Rafael Ferri e Eduardo Haas, agentes autônomos de investimento então vinculados à TBCS AAI, por suposta atuação irregular como administradores de carteira de valores mobiliários, em infração ao disposto no art. 16, IV, “b”, da ICVM nº 434/2006<sup>2</sup>, combinado com o art. 23 da Lei nº 6.385/1976<sup>3</sup>.

2. Conforme já descrito no Relatório, esse processo não resultou da investigação realizada pela SFI a pedido da SMI, cujos resultados foram considerados insuficientes para fundamentar imputações de responsabilidade, mas (i) do teor de reclamação apresentada por investidor (E.A.C.), que declarou que Eduardo Haas geria sua carteira; e (ii) de documentos acostados aos autos pela Acusação, oriundos de apreensão pelo Departamento de Polícia Federal e que constavam dos autos do PAS CVM nº RJ2012/11002, em que Rafael Ferri foi condenado por manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, em infração ao inciso II, alínea b, da ICVM nº 8/1979<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

<sup>2</sup> Art.16. É vedado ao agente autônomo de investimento: (...) IV – contratar com investidores a prestação de serviços de: (...) b) administração de carteira de títulos e valores mobiliários, salvo se o agente autônomo – pessoa natural, autorizado pela CVM também para exercer a atividade de administração de carteira, não estiver contratualmente vinculado, direta ou indiretamente, a entidades do sistema de distribuição de valores.

<sup>3</sup> Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão.

<sup>4</sup> No referido PAS, julgado em 08.12.2016, de que foi relator o Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, o Colegiado da CVM, por unanimidade, condenou Rafael Ferri à penalidade de proibição temporária, pelo prazo de cinco anos,



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

3. A Acusação analisou então o conteúdo das mensagens eletrônicas trocadas entre Rafael Ferri e o investidor P.M.C. e entre Eduardo Haas e o investidor E.A.C., bem como realizou entrevistas telefônicas com os dois investidores, e concluiu terem restado demonstrados todos os elementos que caracterizam atuação irregular de administração de carteiras de valores mobiliários.

4. Em suas defesas, os dois acusados negaram ter gerido as carteiras de seus clientes e reputaram equivocada a interpretação dada pela Acusação ao conteúdo das mensagens eletrônicas trazidas aos autos, cujo teor está reproduzido integralmente no Relatório.

## II. MÉRITO

5. Consoante decisões reiteradas deste Colegiado<sup>5</sup>, a infração de que se trata vem sendo examinada, a partir do exame das provas apresentadas (inclusive indiciárias), à luz dos elementos caracterizadores da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, erigidos no art. 23, §1º, da Lei nº 6.385/1976<sup>6</sup>, e detalhados no voto do Diretor Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa no PAS CVM nº RJ2006/4778, julgado em 17.10.2006, quais sejam: (i) a gestão; (ii) profissional; (iii) de recursos entregues ao administrador; e (iv) com autorização para compra e venda de valores mobiliários pelo investidor.

6. Quanto à **gestão**, cabe destacar que essa se traduz, essencialmente, na tomada de decisões de investimento, e, como já reconheceu este Colegiado, com “*liberdade para estabelecer uma estratégia de investimento e, dentro dessa estratégia, executar os passos necessários para sua efetivação, comunicando-os ao cliente posteriormente*”<sup>7</sup>.

7. Para a Acusação, as interações tidas entre os Acusados e seus respectivos clientes evidenciam que as decisões de investimento, neste caso, eram tomadas unilateralmente pelos agentes autônomos de investimentos e os clientes delas somente tomavam ciência após a execução.

---

por manipulação do preço das ações de emissão da Mundial S.A. – Produtos de Consumo, em infração ao inciso II, alínea b, da ICVM nº 008/1979, e absolveu Eduardo Haas da acusação de ter concorrido para a mesma infração. Essa condenação de Rafael Ferri pela CVM foi mantida pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN, em julgamento em 22.03.2019.

<sup>5</sup> Nesse sentido, p.ex., PAS CVM nº RJ2006/4778, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, j. em 17.10.2006; PAS CVM nº RJ2008/10181, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 31.03.2009; PAS CVM nº RJ2009/10246, Dir. Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. em 09.11.2010; PAS CVM nº RJ2011/940, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 10.07.2012; PAS CVM nº RJ2012/9490, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 10.03.2015; PAS CVM nº RJ2014/11558, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 11.08.2015; PAS CVM nº RJ2014/8297, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 08.09.2015; PAS CVM nº SP2014/014, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 12.09.2017, e PAS CVM nº 17/2013 de minha relatoria, j. em 25.06.2019.

<sup>6</sup> Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão.

§ 1º - O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente.

<sup>7</sup> PAS CVM nº SP2014/465, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 06.11.2018.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

8. Nesse sentido, a cobrança de P.M.C. direcionada a Rafael Ferri, sobre o impacto na carteira decorrente da venda de ativo em função de aparente avaliação do acusado, é indicativa de decisão de investimento, e não de eventual falha na transmissão ou execução de ordens, como evidencia o trecho abaixo<sup>8</sup>:

“Ter praticamente zerado minha posição em Petrobrás por achar que os papéis estavam sem espaço para performar!?! Olhando agora se vê o erro que foi em se desfazer delas, não é?”

9. Da mesma forma, as perguntas sobre a cobertura de saldo negativo, desacompanhadas de qualquer orientação quanto ao que deveria ser feito a respeito, parecem indicar que Rafael Ferri tinha a discricionariedade típica dos gestores para escolher a solução que lhe parecesse a mais adequada (como, por exemplo, “*Faça o que achares correto*”), incompatível com a atuação regular de um agente autônomo de investimentos, o que também transparece quando Rafael Ferri informa ao cliente que vendeu “*umas Braskem para cobrir o pagamento*”<sup>9</sup>.

10. A justificativa trazida pela defesa de Rafael Ferri, de que P.M.C. teria autorizado as operações em tratativas na semana anterior, não é convincente. Em primeiro lugar, porque vem desacompanhada de qualquer respaldo probatório, e, ainda, porque não parece se coadunar com o conteúdo das demais mensagens trazidas aos autos.

11. Também descabida a alegação da defesa de que Rafael Ferri recomendava investimentos a P.M.C., o que, entretanto, mais do que se amoldaria tão somente a uma atividade de consultoria, situação que seria apta a afastar a hipótese de administração de carteiras. Notadamente, a atividade de gestão dos recursos também pode envolver, de maneira incidental<sup>10</sup>, a consulta ao cliente sem que isso descaracterize a gestão e, portanto, refuto, nesse aspecto, a alegação do acusado.

12. Embora o gestor de recursos de terceiros tenha prerrogativa de decidir os investimentos de seu cliente sem a necessidade de consultá-lo antes de executar cada operação, isso não significa que assim sempre procederá, até mesmo porque sua liberdade é limitada pela estratégia de investimentos acordada, considerando o perfil e os objetivos do investidor.

13. Desta feita, em situações de acentuados ganhos ou perdas ou de eventos econômicos que alterem sensivelmente o comportamento dos mercados, é inclusive natural que o gestor procure

<sup>8</sup> Doc. SEI 0893577, fls. 3.963-3.966.

<sup>9</sup> Doc. SEI 0893577, fls. 3.963-3.966.

<sup>10</sup> Acerca da natureza acessória da consultoria abarcada, de modo incidental, pela atividade de gestão, ver item 2.7 do Relatório de Audiência Pública SDM nº 11/2016, referente à edição da Instrução CVM nº 592, de 17.11.2017, que dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários, disponível em [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2016/sdm1116.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm1116.html)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

seus clientes e discuta com eles possíveis alterações de rumo ou estratégia, sem que, com isso, reste descaracterizada sua gestão sobre a destinação dos recursos.

14. Entretanto, releva salientar que, em que pese a farta documentação trazida aos autos, a Acusação não teve êxito em reunir um conjunto robusto de mensagens ou outras evidências no sentido de que decisões de investimento e desinvestimento eram tomadas de forma reiterada ou, ao menos, que tenham ocorrido com alguma habitualidade.

15. Com efeito, com relação ao período de 11 meses abrangido pela acusação em face de Rafael Ferri, das mensagens eletrônicas que ampararam a imputação há apenas duas situações em que se pode inferir a prevalência de decisão do acusado sem ordem prévia do investidor e, entre tais mensagens esparsas, há um intervalo de nove meses.

16. No que tange aos e-mails trocados entre Eduardo Haas e E.A.C., a meu ver, há também mensagens aptas a evidenciar a venda de ações da carteira sem conhecimento e ordem do cliente, a apontar para a ocorrência de gestão de recursos de terceiros.

17. A maior parte das mensagens, entretanto, transparece apenas teor informativo sobre a composição da carteira e, nesse contexto, cabe ressaltar que não há, de *per se*, qualquer irregularidade na conduta de agente autônomo de investimentos que envia a seu cliente a posição de seus investimentos. Discordo, entretanto, da defesa de Eduardo Haas, quando sustenta que a utilização da expressão “*conforme combinado*”, no e-mail de 05.10.2010, necessariamente significaria “*previamente discutido e com o aval e decisão do Sr. [E.A.C.]*”<sup>11</sup>. Observe-se que a frase completa foi: “*Segue carteira atualizada. Vamos ficar fora de Renner, conforme combinado.*”. Ou seja, o acerto prévio era atinente a não aquisição de um dado ativo.

18. Ora, um agente autônomo que se limita à execução de ordens do investidor não necessita esclarecer qual ativo não será adquirido, o que me leva a crer que, naquela ocasião, Eduardo Haas havia, no mínimo, sugerido o ativo para E.A.C., que não concordou com a operação.

19. De todo modo, tal diálogo não revela, por si só, uma administração de carteira, não evidenciando a tomada de decisão de investimento pelo acusado nem comportamento reiterado. Cabe pontuar, porém, que, na mesma mensagem de 05.10.2010, ao esclarecer a posição em CIEL3, Eduardo Haas acrescentou a seguinte observação: “*vendemos 100 ações por que (sic) precisávamos de caixa para comprar mnd14*”. Nisso sim, parece haver uma indicação mais clara de que ele tomara decisão de investimento e não estava apenas a informar o ocorrido.

---

<sup>11</sup> Doc. SEI 0893579, fls. 4.119.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

20. Ressalte-se, ainda, que o investidor E.A.C. confirmou aos inspetores da CVM<sup>12</sup> que não autorizou tal alienação e nem a compra do referido ativo (MNDL4), o que conduz ao reconhecimento de tomada de decisão de investimento, naquela ocasião, por Eduardo Haas com relação a investimentos de E.A.C.

21. Não reconheço, entretanto, a importância dada pela Acusação com relação ao fato de Eduardo Haas se referir à carteira de E.A.C. como “nossa carteira”. Com efeito, parece-me que pode sim ser tomada como uma expressão amigável, como alega a defesa, a demonstrar alinhamento do profissional ao sucesso do investidor, não representando a rigor um “ato falho”<sup>13</sup>, como entendeu a Acusação, a indicar seu controle sobre as decisões de investimento.

22. De resto, como acima explicitado com relação ao Acusado Rafael Ferri, também no que diz respeito a Eduardo Haas, cabe ponderar que a Acusação não reuniu um conjunto robusto de mensagens ou outras evidências a demonstrar um comportamento reiterado ou, ao menos, constatado com alguma periodicidade. Tem-se, novamente, mensagens esparsas – aqui com lapso temporal de cerca de três meses entre elas –, mas apenas a primeira (i.e. de 05.10.2010) traz clara indicação de venda de ativo sem ordem prévia para satisfazer necessidade de caixa.

23. Sem desconsiderar o fato de que, com relação a Eduardo Haas, há manifestação de um investidor quanto a que o acusado geria a sua carteira, não se pode perder de vista que a ocorrência de uma dada tomada de decisão, ainda que caracterize elemento de gestão, não será, necessariamente, suficiente para configurar a referida infração, devendo ser conjugada com o seu segundo elemento caracterizador, que, como já dito, traduz-se na **gestão profissional**.

24. Consoante também já assentado em precedentes da CVM, a gestão profissional caracteriza-se como aquela que se faz por ofício, por profissão e não por simples laço de amizade ou parentesco, tendo caráter contratual, **remuneratório e continuado**.

25. Quanto ao caráter remuneratório, a Acusação indicou as receitas auferidas pela TBCS, da qual os Acusados eram sócios, na forma de “parte da corretagem gerada pelos clientes nas operações intermediadas pelas corretoras”, sendo o recebimento de parte das taxas de corretagem uma das diferentes contrapartidas financeiras que vêm sendo reconhecidas em precedentes do

---

<sup>12</sup> “Lembro de ter reclamado no dia 20 de outubro por terem vendido ações da MNDL4 por valor abaixo do preço médio de compra, recebendo como resposta que era necessário fazer caixa. O mesmo ocorreu com ações da PETR4, o que me deixou muito incomodado, por não ter sido consultado” (Doc. SEI 0893577, fls. 3.940-3.941).

<sup>13</sup> Relatório de Inquérito, item 45: “Chamam atenção, inclusive, os atos falhos de Eduardo Haas, referindo-se, mais de uma vez, aos investimentos de [E.A.C.] como “nossa carteira”, numa clara demonstração de sua influência na condução daqueles negócios.” (Doc. SEI 0893577, fls. 3.982).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Colegiado em configuração de indicativo de gestão profissional<sup>14</sup>.

26. Entretanto, com relação à ocorrência de modo continuado, a meu ver, como detalhado a seguir, não restaram devidamente evidenciados, neste caso, indícios robustos e convergentes, aptos a comprovar a irregularidade.

27. No entendimento da Acusação, a habitualidade estaria presente, neste caso, “*tendo em vista a “prestação de contas” da gestão exercida por Ferri, entre 12.11.2007 e 11.08.2008 (nove meses), e por Haas, entre 5.10.2010 e 14.3.2011 (cinco meses)*”.

28. Quanto a isso, porém, diante da insuficiência do conjunto fático-probatório constante dos autos no que tange especificamente as imputações feitas, não consigo chegar à mesma conclusão.

29. Como dito, este PAS é resultado de extensa investigação sobre a atuação dos agentes autônomos vinculados à TBCS, com o levantamento de grande volume de informações obtido perante a própria TBCS, as corretoras que a contrataram, e a bolsa de valores, tendo contado inclusive com a circularização de clientes tanto (i) pela SFI<sup>15</sup>, durante o procedimento de inspeção, quanto (ii) pela Acusação<sup>16</sup>, posteriormente. Além disso, foram obtidos documentos perante o Departamento de Polícia Federal. Ao final de todas essas diligências, foram reunidas evidências de gestão de recursos por parte de Rafael Ferri e Eduardo Haas com relação a um único investidor pessoa natural, quanto a cada qual<sup>17</sup>, e, ainda assim, tomando por base fundamentalmente os registros documentais relativos a e-mails trocados de forma esparsa, com grande lapso temporal entre as mensagens relevantes.

30. Considerando que Rafael Ferri era o principal cotista e administrador da TBCS, pelo menos entre 27.12.2007 e 18.01.2011, e que Eduardo Haas foi cotista relevante entre 02.09.2008

---

<sup>14</sup> v., p. ex., PAS CVM nº 04/2014, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 26.12.2018; PAS CVM nº SP2014/382, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 09.10.2018; PAS CVM nº 22/2013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 18.09.2018;; e PAS CVM SP2012/480, Dir. Rel. Roberto Tadeu Fernandes, j. em 06.10.2015.

<sup>15</sup> Uma das diligências efetuadas durante o procedimento de inspeção foi o envio de questionário aos 20 clientes maiores clientes da TBCS, de acordo com o volume financeiro das transações, onde foram realizadas diversas perguntas atinentes aos serviços prestados pela TBCS e pelos agentes autônomos a ela vinculados, como por exemplo no Doc. SEI 0893157, fls. 2.713-2.715.

<sup>16</sup> Relatório de Inquérito, item 14: “Num esforço adicional de investigação, foram remetidos questionários, pela GPS-1, com conteúdo similar aos confeccionados pela GFE-4, para outros clientes que não fizeram parte da amostra selecionada à época...” (Doc. SEI 0893577, fls. 3.970).

<sup>17</sup> Em alguns precedentes deste Colegiado, a determinação do caráter profissional da gestão considerou o número de investidores afetados: PAS CVM nº RJ2014/11558, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 11.08.2015 (“o acusado teria prestado os seus serviços por aproximadamente um ano, atendendo a aproximadamente, cem pessoas”); PAS CVM nº RJ2014/8297, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 08.09.2015 (“De acordo com os documentos e informações constantes dos autos, o acusado teria prestado os seus serviços de dezembro de 2010 a janeiro de 2012, atendendo a, aproximadamente, quatrocentas pessoas.”) (grifos aditados).





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

e 18.01.2011, vislumbro que o fato de a aprofundada investigação ter apurado, para cada um dos Acusados, indícios de decisões esporádicas de investimento em nome de um único cliente, dentre as centenas de investidores atendidos pela TBCS<sup>18</sup>, não se revela suficiente para amparar conclusão de que se estava diante de gestão profissional em caráter efetivamente continuado e não de situações esporádicas, ainda que exorbitando a atividade de agente autônomo de investimento.

31. Mesmo que seja possível o exercício profissional da administração de carteiras para apenas um investidor, não sendo, portanto, impositiva a existência de uma pluralidade de clientes para que se configure a infração<sup>19</sup>, entendo que o conjunto fático-probatório apresentado neste PAS não autoriza a conclusão de que os Acusados geriam recursos dos referidos clientes de modo continuado, tendo em vista as mensagens episódicas/esparsas e de baixa representatividade.

32. Por fim, ressalvo que constam dos autos indícios de que os Acusados podem ter gerido carteiras de um número maior de investidores. Entretanto, a própria Acusação considerou tais indícios insuficientes para consubstanciar acusações, razão pela qual também não podem ser tomados em conta para demonstrar habitualidade da atuação pretensamente irregular.

### III. Conclusão

33. Pelo acima exposto, voto pela **absolvição** de Rafael Ferri e Eduardo Vargas Haas quanto a acusação de infração ao disposto no art. 16, IV, “b”, da Instrução CVM nº 434/2006, combinado com o art. 23 da Lei nº 6.385/1976.

34. Por fim, impende comunicar o resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal no Estado do Rio Grande do Sul, em complemento ao Ofício nº 125/2017/CVM/SGE, de 18.08.2017<sup>20</sup>.

É como voto.

Rio de Janeiro, 15 de setembro de 2020.

Flávia Sant’Anna Perlingeiro  
Diretora Relatora

<sup>18</sup> Nesse sentido, constam dos autos listas dos clientes atendidos pela TBCS (Doc. SEI 0893103, fls. 1.394-1.400 e Doc. SEI 0893119, fls. 1.401-1.426).

<sup>19</sup> Ao contrário, tem-se precedentes do Colegiado que resultaram em condenação por administração de carteira de valores mobiliários de apenas um cliente por falta da necessária autorização, como, por exemplo, o já referido PAS CVM nº RJ2006/4778 (*leading case*); e o PAS CVM nº SP2012/480, j. em 06.10.2015, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Vale mencionar, ainda, o PAS nº 22/2013, j. em 18.09.2018, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, em que houve condenação por administração de carteira de valores mobiliários de apenas dois clientes.

<sup>20</sup> Doc. SEI 0893579, fls. 4.095.