



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 04/2016

(Processo SEI nº 19957.001493/2016-08)

Reg. Col. nº 1115/18

Acusados: José Henrique D'Elia

Ricardo Binelli

Ricardo de Paula Nicoluci

Assunto: Realização de negócios em nome de clientes sem a devida ordem, infração ao artigo 15, II, da Instrução CVM nº 434/2006 e ao artigo 10, caput, da Instrução CVM nº 497/2011; *Churning*, infração ao item I da Instrução 08/1979, nos termos do item II, letra “c”; Falta de diligência de diretor responsável de intermediário, infração ao parágrafo único do artigo 4º da Instrução CVM nº 387/2003.

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Neste Processo Administrativo Sancionador julgamos a responsabilidade de Ricardo Nicoluci¹ **(i)** pela realização de negócios com valores mobiliários em nome de clientes sem a autorização desses, i.e., para a prática de atos que feriram a relação fiduciária entre o agente autônomo de investimento e os clientes por ele atendidos, bem como entre o profissional e a corretora com quem mantinha vínculo, de julho de 2010 a março de 2012, e **(ii)** por ter supostamente realizado operações fraudulentas, no período de fevereiro a abril de 2011.

2. Por sua vez, José Henrique D'Elia e Ricardo Binelli, diretores da Corretora à época dos fatos, são acusados por terem atuado de forma desleal em relação aos interesses dos

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 (“Relatório”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

clientes da Petra, faltando com o dever de diligência previsto no parágrafo único do artigo 4º da Instrução CVM nº 387/2003.

II. PRELIMINARES

Redefinição jurídica dos fatos

3. Ricardo Nicoluci alega que a redefinição jurídica dos fatos realizada pelo Colegiado viola o sistema acusatório da CVM e os princípios fundamentais de contraditório e ampla defesa.

4. De plano, ressalto ser dever do Colegiado da CVM, enquanto órgão hierarquicamente superior, rever, de ofício ou a pedido do interessado, os atos administrativos praticados pelas Superintendências que não se coadunem com as normas aplicáveis. Trata-se de manifestação do princípio da hierarquia, bem como do princípio da autotutela administrativa, que impõe à Administração Pública o múnus de exercer o controle administrativo sobre sua própria atuação.

5. No contexto específico de processos administrativos sancionadores em que a retificação da qualificação jurídica de fatos tidos como irregulares pela Acusação se mostra necessária, o artigo 47 da Instrução CVM nº 607/2019 determina o seguinte:

Art. 47. O Colegiado poderá dar ao fato definição jurídica diversa da que constar do termo de acusação ou da peça acusatória, ainda que em decorrência de prova nela não mencionada, mas existente nos autos, devendo indicar os acusados afetados pela nova definição jurídica e determinar a intimação de tais acusados para aditamento de suas defesas, no prazo de 30 (trinta) dias a contar do recebimento da intimação, facultada a produção de novas provas, observado o disposto na Subseção IV.

Parágrafo único. A intimação a que se refere o caput deverá ser acompanhada exclusivamente da ata contendo a decisão do Colegiado a respeito da nova definição jurídica dos fatos.

6. Na reunião de 18.02.2020, na qual propus ao Colegiado a nova definição jurídica dos fatos trazidos pela Acusação, expus de maneira detalhada que a proposta se baseava tão somente na narrativa acusatória – dado que o exame do mérito somente é cabível no



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

momento do julgamento².

7. Como se percebe, a modificação realizada configurou o que se denomina de *emendatio libelli*, i.e., a situação prevista no artigo 383 do Código de Processo Penal, segundo a qual “[o] juiz, sem modificar a descrição do fato contida na denúncia ou queixa, poderá atribuir-lhe definição jurídica diversa, ainda que, em consequência, tenha de aplicar pena mais grave”. Importante ressaltar que, nesse aspecto, o regime sancionador da CVM é mais favorável aos acusados do que outros tipos de processos administrativos punitivos³ e mesmo do que o processo penal⁴. Sobre esse ponto, reitero aqui o que disse no julgamento do PAS CVM nº RJ2014/6517:

“2. No regime sancionador da CVM, os acusados se defendem tanto dos fatos quanto do tipo que lhe foi imputado.

3. Esse fato, vale frisar, diferencia os processos sancionadores instaurados por essa autarquia de outros tipos de processos administrativos punitivos e mesmo do processo penal. Na CVM, o Colegiado pode dar ao fato definição jurídica diversa da que constar da peça acusatória, mas não no momento do julgamento, devendo dar aos acusados afetados pela nova definição jurídica prazo para aditamento de suas defesas.

² Doc. nº 1050839

³ Recurso em Mandado de Segurança. 2. Anulação de processo administrativo disciplinar e reintegração ao serviço público. Alteração da capitulação legal. Cercamento de defesa. (...) 5. Entendimento pacificado no STF no sentido de que o indiciado defende-se dos fatos descritos na peça acusatória e não de sua capitulação legal. Jurisprudência. 6. Princípios do contraditório e da ampla defesa observados na espécie. Ausência de mácula no processo administrativo disciplinar. 7. Recurso a que se nega provimento. (RMS 24.536/DF, Rel. Min. Gilmar Mendes, Segunda Turma, DJ 05.03.2004). No mesmo sentido, RMS 32.495, Rel. Min. Cármen Lúcia, Segunda Turma, DJe 01.08.2014 e REsp 617.103/PR, Rel. Min. Paulo Medina, DJ 22.05.2006.

⁴ AGRAVO REGIMENTAL NO HABEAS CORPUS. SUPERVENIÊNCIA DE SENTENÇA CONDENATÓRIA. Esvaziamento da alegação de nulidade da sentença de pronúncia por excesso de linguagem. Análise vertical e exauriente. Omissão na peça acusatória. Configurada a *emendatio libelli*. Desnecessidade de intimação da defesa. Réu se defende dos fatos e não da capitulação jurídica. Prova emprestada. Legalidade. Contraditório e ampla defesa preservados. (...) 4. É princípio mezinho do direito penal e processual penal que o réu se defende dos fatos narrados na inicial, e não da capitulação jurídica a eles atribuída pela acusação. 5. Contrariamente ao alegado pelo agravante, e já estatuído nas instâncias ordinárias, a questão atrai a normatividade do artigo 383 (*emendatio libelli*) e não do artigo 384 (*mutatio libelli*) do Código de Processo Penal, razão pela qual mostra-se despicenda a abertura de prazo para a manifestação da defesa, tendo em conta que o réu se defende dos fatos narrados na incoativa, e não da capitulação jurídica ofertada pelo Parquet. (...) 7. Agravo regimental desprovido. (AgRg no HC 289.078/PB, Rel. Ministro ANTONIO SALDANHA PALHEIRO, Sexta Turma, DJe 15.02.2017).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

4. Ponderando os prós e contras, acredito que essas limitações que a CVM se impôs ao regular o trâmite dos seus processos sancionadores foram acertadas. Afinal de contas, o tipo imputado pode ter reflexo direto na forma como a conduta do acusado pode ser revista e, conseqüentemente, no modo pelo qual esse se defende. Nessa perspectiva, garantir que os acusados possam se defender tanto dos fatos quanto da sua capitulação é medida que propicia o mais amplo direito de defesa.”

8. Vale ressaltar que foi assegurada ao referido acusado, antes do julgamento, oportunidade para nova manifestação e produção de provas, em estrita observância às garantias do contraditório e da ampla defesa, o que demonstra a im procedência da preliminar suscitada.

III. MÉRITO

Ricardo Nicoluci – Realização de negócios em nome de clientes sem autorização desses

9. Como exposto no Relatório, Ricardo Nicoluci é acusado de ter realizado negócios com valores mobiliários em nome de clientes sem a autorização desses.

10. Na minha avaliação, a irregularidade restou demonstrada por um conjunto robusto de provas.

11. Destaco, em primeiro lugar as diversas manifestações de clientes, segundo os quais não ordenaram a realização dos negócios em seus nomes.

12. A reclamação apresentada à CVM por cliente da Petra (D.A.)⁵, que deu início às apurações, e a reclamação feita pelo investidor S.A.A.J. dirigida ao MRP se baseiam na falta de autorização desses clientes para realização de negócios. Esse cliente entrou em contato com a Corretora por e-mail: “Referente ao prejuízo que sofri nas operações que o Ricardo de Ribeirão Preto realizou em minha conta sem qualquer autorização, escrita ou verbal (...)”⁶.

13. Outro exemplo consiste em troca de e-mails entre o agente autônomo de investimento Lúcio dos Santos Faria e um dos clientes da Corretora (S.D.F)⁷:

⁵ E.g. 823.

⁶ Fl. 12 do documento nº 5, cd à fl. 687 (Processo MRP nº 34/2013)

⁷ Fls. 1.119 e 824.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

“Lúcio: A operação efetuada pelo agente autônomo Ricardo [Nicoluci] da Petra Ribeirão Preto não obteve o sucesso esperado e pelo saldo negativo que esta gerou estamos sugerindo interrompê-la, assim precisamos de sua autorização para efetuar a compra de 300 CIEL3, venda 2.500 GFSA3 e venda de 200 VALE5. Podemos efetuar esta operação?”

Cliente: Lúcio, não sei dizer o que podem fazer, mas como a operação que não teve sucesso e gerou saldo negativo foi iniciada sem meu conhecimento e sem minha autorização, solicito que faça o necessário para a volta ao estado anterior.”

14. A SPS também obteve depoimentos de outros clientes que se manifestaram no mesmo sentido. Destaco as manifestações do cliente F.A.C.⁸:

Investidor F.A.C. – Foi um rolo lá na minha conta. Compraram ações sem minha autorização, foi uma bagunça...

Inspetor da CVM – O senhor operava em todos os mercados? A vista?

Investidor F.A.C. – Não, nem sei isso, nem sei operar. Não sou operador, nem sei fazer isso. Nem sei como é que faz isso... (...)

Investidor F.A.C. – Eu tinha ações (...) Eu tive que ir no fórum aqui de Ribeirão Preto por causa desse problema. (...) De repente minhas ações eram da Gafisa. Quem autorizou Gafisa? Só aconteceu uma vez. Eu tinha ações da Vale do Rio Doce (...)

Inspetor da CVM – Como é que o senhor tomou conhecimento de que tinham trocado suas ações?

Investidor F.A.C. – Porque você recebe um papelzinho no fim do mês, fala quantas ações você tem, a Petra manda (...) Venderam minhas ações sem me comunicar, e compraram Gafisa. Nem sabia de Gafisa.

15. Outros clientes apenas preencheram instrumento de autocomposição com a Corretora. A título de exemplo: “Afirmo que tive problemas com operações de investimento na Bolsa de Valores quando eram intermediadas pela PETRA, já que as primeiras ligações/contato (em média as duas primeiras) foram realizadas pelo Ricardo, sendo que eu realmente cheguei a emitir ordens de investimento pelo telefone, portem as demais operações, não sei mensurar quantas, foram executadas sem o meu consentimento” (investidor R.S.G., fl. 1443).

16. Outro tipo de prova que compõe o conjunto reunido pela Acusação consiste na

⁸ Fl. 993. Depoimento do investidor F.A.C, trechos de depoimento aproximadamente em 04m:30s, 07m:00s e 09m:40s, respectivamente.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

demonstração que diversas operações coincidentes foram realizadas, i.e., diferentes investidores teriam negociado o mesmo papel no mesmo pregão com proximidade ou coincidência de horários. Segundo a SPS e a PFE, “um número significativo de clientes da PETRA, assessorados pela Onze, adotaram uma postura de risco inerente a uma operação do tipo *long short*. Não parece razoável que todos aqueles investidores tenham tomado tal decisão de forma autônoma ou independente”⁹.

17. O Colegiado já teve a oportunidade de se manifestar em processo administrativo sancionador que versava sobre acusação semelhante e concluiu que, naquele contexto, a demonstração da existência de “operações coincidentes” era indício de que agentes autônomos de investimento teriam autonomia para fazer investimentos em nome de clientes, devendo ser corroborado por outras provas¹⁰.

18. No caso em apreço, houve realização de operações coincidentes em diversas datas. A título de exemplo:

- (i) Em 25.05.2011, 19 investidores compraram a ação de código USIM5 às 17h07m14s e às 17h46m00s e, em 27.05.2011 (às 17h07m), 14 desses investidores venderam seus papéis, se desfazendo da posição;
- (ii) Em 10.02.2011, 17 investidores compraram a ação de código MRVE3 entre 15h05m37s e 15h16m16s, dos quais 16 realizaram *day-trade*, vendendo todos esses ativos às 18h14min09seg, tendo apurado prejuízo; e

⁹ Item 59 da peça acusatória.

¹⁰ PAS CVM nº 2012/374, j. em 19.07.2016, Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba. “43. Isto posto, a execução praticamente simultânea de operações com os mesmos ativos e seguindo as mesmas estratégias, relativamente complexas para o investidor médio, consiste em forte indício de que os AAIs teriam autonomia para fazer os investimentos em nome de seus clientes. 44. Além disso, nenhuma das defesas apresentou provas concretas que contrariem a tese de acusação. Poderiam ter sido apresentados emails, conversas de chat ou gravações de ligações realizadas com os clientes que comprovassem a autorização dos clientes para realização das operações, mas nenhuma dessas possibilidades probatórias foi utilizada pelos acusados. Como já exposto, a existência de um único indício não seria suficientemente forte para uma condenação. São necessários outros indícios, que convergentes, possam levar ao convencimento do julgador. 45. Nesse caso concreto, para alguns dos acusados, há três indícios que concorrem para sua condenação: (i) a realização das já citadas “operações semelhantes”; (ii) reclamações e depoimentos de clientes; e (iii) a ausência de qualquer documentação comprobatória da autorização dos clientes para a colocação de ordens em seu nome, embora todos os AAIs tenham afirmado que as ordens eram repassadas por telefone, email ou MSN.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

(iii) Em 31.08.2011, 30 investidores venderam a ação de código AMBV4 às 17h14m19s, sendo que 21 deles, precisamente no mesmo horário, realizaram a compra da ação de código PDGR3 em volumes muito próximos aos da venda realizada. No mesmo dia, Ricardo Nicoluci enviou *e-mail* para funcionário do departamento de custódia da Petra, solicitando o aluguel de ações de emissão da Ambev S.A. para os mesmos 21 investidores que venderam PDGR3 simultaneamente, configurando-se operação do tipo “*long and short*”¹¹. Dois investidores que alugaram papéis nesta ocasião não possuíam contrato que permitisse tal realização de aluguel no BTC.

19. As operações coincidentes realizadas em nome de clientes da Petra que eram atendidos pela Onze teriam ocorrido entre julho de 2010 e março de 2012, o que não foi contestado pelas defesas.

20. A esse respeito, a defesa apresentada por Ricardo Nicoluci apenas alega que “após o *call* inicial e definição das orientações, durante o dia havia contato com os clientes para definições da operação a serem realizadas com o recurso disponível. Estas operações tinham por natureza um ponto de entrada (preço de compra) e o ponto de saída (preço de venda). Os clientes, por seu turno, que desejavam realizar operações, então eram listados em uma planilha de execução de ordem (chamada no sistema anterior da Bolsa - o MegaBolsa - de ordem *basket*)”.

21. O argumento de defesa não convence, pois contraria o robusto conjunto de provas contido nos autos e, além disso, a defesa não apresentou nada de concreto que poderia colocar em xeque as alegações da Acusação. Não foram apresentados e-mails, conversas de *chat* ou gravações de ligações realizadas com os clientes que comprovassem a anuência desses em relação às operações. Como visto, todas as manifestações dos investidores foram no sentido contrário.

22. Vale ressaltar o próprio reconhecimento desses fatos pela Corretora, que teria oferecido acordos aos clientes “em virtude de mudanças desautorizadas nas contas dos referidos clientes por parte da Onze AAI”.

23. Nesse sentido, o diretor de controles internos, E.P.D., esclareceu que “todas as operações entravam a partir do terminal MegaBolsa que ficava em Curitiba (...) eram

¹¹ Fls. 997 a 999.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

repassadas para o operador do MegaBolsa e ele entrava com a operação. Num dado momento, (...) o operador me procurou e disse que tinham algumas operações que estavam dando prejuízo reiteradamente”. Esse diretor acrescentou que todos esses negócios tinham como origem a Onze e, em uma reunião com os agentes autônomos que atuavam nesse escritório, ficou com a impressão de que “as pessoas que estavam atendendo os clientes, eles estavam fazendo ‘gestão de carteira’ e não somente recebendo ordens. Na verdade, pareceu que eles nem estavam recebendo ordens.”.

24. Um dos operadores de mesa da Petra (J.C.B.) relatou que “uns dois ou três dias seguidos ele [Ricardo Nicoluci] operou por (...) *basket* (...) veio um relatório, uma compra de papel lá, quando isso aconteceu lá pela terceira ou quarta vez, eu fui na sala do Edmilson, que era diretor financeiro (...) eu achei estranho 10, 12 clientes darem a mesma ordem e no mesmo horário, tudo junto, aí eu falei, olha Edmilson, isso aqui me parece meio estranho (...)”. O operador afirmou também que, ao contrário de outros agentes autônomos, Ricardo Nicoluci ao telefonar para a mesa de operações não aparentava estar conversando com o cliente simultaneamente.

25. Outro argumento da defesa que não merece prosperar é o de que o funcionamento do “Megabolsa” e as responsabilidades inerentes a esse sistema tornariam impossível o envio das operações por quem não detinha poderes para tanto.

26. Isso porque, dentro da dinâmica mantida entre os agentes autônomos da Onze e a Corretora, uma das atribuições de Ricardo Nicoluci era consultar os clientes sobre as operações que eles quisessem realizar e, caso houvesse autorização desses, Ricardo deveria tão somente transmitir as ordens por telefone para o profissional da Petra responsável por inseri-las no Megabolsa. Ao contrário, o referido acusado determinava a realização de negócios em nome de clientes sem que houvesse amparo na vontade desses.

27. Ante todo o exposto, voto pela condenação de Ricardo Nicoluci pela realização de operações financeiras em nome de investidores sem a autorização desses, caracterizando prática de atos que feriram a relação fiduciária entre o agente autônomo de investimento e os clientes por ele atendidos, bem como entre o profissional e a corretora com quem mantinha vínculo, de julho de 2010 a março de 2012, em infração ao artigo 15, II, da Instrução CVM nº 434/2006 (fatos entre 01.07.2010 e 31.12.2011) e ao artigo 10, caput, da Instrução CVM nº 497/2011 (fatos entre 01.01.2012 e 31.03.2012).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Ricardo Nicoluci – Churning

28. Ricardo Nicoluci é também acusado de realizar operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, pois teria feito negócios em nome de cinco clientes¹² (D.A., F.A.C., R.J.M., R.C. e M.C.P.) da Petra com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros, prática internacionalmente conhecida como *churning*, no período de fevereiro a abril de 2011.

29. Como já tive oportunidade de manifestar em outras ocasiões¹³, a negociação excessiva é uma modalidade de fraude realizada por pessoas que, atuando com controle sobre recursos de terceiros, realizam excessivos negócios em nome do cliente, visando não o melhor interesse desse, mas o fim de gerar taxas e comissões para si ou para outrem.

30. Em se tratando de processo administrativo sancionador que verse sobre negociação excessiva, entendo que cabe à acusação demonstrar não só **(i)** que o acusado detinha controle sobre as operações cursadas em nome do investidor e **(ii)** o giro excessivo da carteira de investimentos, à luz do perfil do cliente, como também **(iii)** a intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões.

31. No caso em apreço, o primeiro item – controle – foi examinado na seção anterior. Ricardo Nicoluci tinha liberdade desvigiada e a utilizava para determinar a realização de negócios em nome de clientes sem autorização desses¹⁴.

32. Além das provas mencionadas anteriormente, destaco que a Acusação demonstrou que foram realizadas operações coincidentes em nome dos cinco investidores mencionados no período apontado¹⁵.

33. No tocante à demonstração da excessividade das operações realizadas pelos investidores, a Acusação emprega os indicadores amplamente utilizados pela literatura e jurisprudência, do Brasil e do exterior.

34. Cabe notar que havia indícios de uso dessa prática fraudulenta em período maior do

¹² Item 268 da peça acusatória.

¹³ PAS CVM nº 11/2013, j. em 30.01.2018; PAS CVM nº RJ2015/6143, j. em. 24.04.2018; e PAS CVM nº 22/2013, j. em 18.09.2018; PAS CVM nº SP2014/465, j. em 06.11.2018.

¹⁴ Nesse sentido, o depoimento de clientes à fl. 993.

¹⁵ A título de exemplo: 10.02.2011, 04.03.2011, 16.03.2011 e 31.03.2011 (itens III.2 e III.4 da peça acusatória).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

que a Acusação delimitou para suas análises, mas a SPS e a PFE se limitaram a selecionar “o mês com o maior número de coincidências, fevereiro de 2011, e com o fito de ampliar o período de cálculos, escolheu-se os dois meses subsequentes”¹⁶.

35. O primeiro indicador foi a taxa de giro da carteira (*turnover ratio*, “TR”), que mede a razão entre o total de operações realizadas e o patrimônio da carteira de investimentos. Segundo o Estudo BSM, uma taxa superior a 8 (oito) indica alta probabilidade de *churning*, embora não seja sozinho conclusiva para caracterizar a irregularidade¹⁷.

36. No caso em tela, o parâmetro de TR para os cinco investidores ficou entre 28 e 69, aproximadamente.

37. O Estudo ASA, por sua vez, não indica uma taxa de giro específica como sendo indicativa da prática de *churning*, mas compara as taxas de giros de diferentes fundos de investimento (exclusivos e não exclusivos, com poucos ou muitos cotistas) ao longo dos anos. Assim, o estudo, baseado no comportamento de fundos de investimento, demonstra como os indicadores de *churning* variam não só ao longo dos anos como também em razão do tipo de fundo. Para fins de referência, no ano de 2011, a média do índice TR calculada para fundos exclusivos foi de 0,8 e para fundos não exclusivos com mais de 20 cotistas foi de 1,5. A comparação desses valores com o TR da carteira dos cinco investidores é mais uma evidência de *churning*.

Tabela 1. Comparação entre o TR das carteiras dos cinco investidores e da amostra do Estudo ASA (ano de 2011)

| Termo de Acusação | Carteiras dos cinco investidores | Entre 28 e 69 |
|-------------------|---|---------------|
| Estudo ASA | Fundos Exclusivos - Média | 0,8 |
| | Fundos Não Exclusivos com 20 ou menos cotistas - Média | 1,1 |
| | Fundos Não Exclusivos com 20 ou menos cotistas – p < 5,0% (*) | 13,1 |
| | Fundos Não Exclusivos com 20 ou menos cotistas – p < 2,5% (*) | 20,9 |
| | Fundos Não Exclusivos com mais de 20 cotistas - Média | 1,5 |
| | Fundos Não Exclusivos com mais de 20 cotistas – p < 5,0% (*) | 10,4 |
| | Fundos Não Exclusivos com mais de 20 cotistas – p < 2,5% (*) | 15,0 |

¹⁶ Item 255 da peça acusatória.

¹⁷ PAS CVM nº SP2012/480, j. em 27.10.2014, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; PAS CVM nº 24/2010, j. em 27.5.2015, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes; PAS CVM nº RJ2014/12921, j. em 10.02.2017, Dir. Rel. Pablo Waldemar Renteria; PAS CVM nº 11/2013, j. em 30.01.2018, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

(*) A probabilidade de um fundo de investimento com as características apontadas ter giro de carteira superior ao parâmetro indicado é menor que 5,0% ($p > 5,0\%$) e 2,5% ($p < 2,5\%$).

38. O segundo indicador utilizado pela Acusação foi a razão custo sobre o patrimônio (“C/E”, *cost-equity ratio*), que reflete a rentabilidade anual mínima que a carteira teria que atingir somente para compensar os custos de transação.

39. O Estudo BSM propõe que se adote o valor de 21% a.a. como marco para determinar se o C/E é indicativo de *churning*, tomando como base a rentabilidade média do Ibovespa entre 1996 e 2010¹⁸.

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

41. Vale destacar que, no caso dos autos, o parâmetro para um dos investidores foi calculado em 20,19% e 22,13% (a depender da forma de cálculo) e para os demais entre 22,12% e 26,84%, o que demonstra que, no referido período de três meses, foram realizadas operações em quantidade e volume desproporcionais, sem que refletissem minimamente o interesse dos investidores.

Tabela 2. Comparação entre o C/E das carteiras dos cinco investidores e da amostra do Estudo ASA (ano de 2011)

| Termo de Acusação | Carteiras dos cinco investidores | Entre 20,19% e 22,13% (investidor D.A.) e entre 22,12% e 26,84% (demais investidores) |
|-------------------|--|---|
| Estudo ASA | Fundos Exclusivos - Média | 0,2% |
| | Fundos Não Exclusivos com 20 ou menos cotistas - Média | 0,4% |
| | Fundos Não Exclusivos com 20 ou menos cotistas – $p < 5,0\%$ | 2,7% |
| | Fundos Não Exclusivos com 20 ou menos cotistas – $p < 2,5\%$ | 4,0% |
| | Fundos Não Exclusivos com mais de 20 cotistas - Média | 0,4% |
| | Fundos Não Exclusivos com mais de 20 cotistas – $p < 5,0\%$ | 3,5% |
| | Fundos Não Exclusivos com mais de 20 cotistas – $p < 2,5\%$ | 5,1% |

¹⁸ Como ressaltai no voto que proferi no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2013, j. em 30.01.2018, entendo que a metodologia empregada no Estudo BSM fez com que o marco indicativo de irregularidade fosse fixado em um ponto excessivamente alto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Obs: A probabilidade de um fundo de investimento com as características apontadas ter C/E superior ao parâmetro indicado é menor que 5,0% ($p > 5,0\%$) e 2,5% ($p < 2,5\%$).

42. Por fim, ressalto que a prova da intenção de auferir vantagem financeira indevida fica evidenciada pelo fato de Ricardo Nicoluci ter obtido vantagem financeira a partir da excessividade de negócios que realizou em nome dos investidores, pois percebeu percentuais sobre as taxas de corretagem, as quais representaram grande parte dos custos de transação suportados por esses clientes.

43. Ante todo o exposto, entendo caracterizada a prática pelo referido acusado de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, segundo disposto na alínea “c” do item II da Instrução CVM nº 08/1979, infringindo, portanto, o item I da mesma Instrução.

Ricardo Binelli

44. Ricardo Binelli é apontado como o diretor da Corretora responsável pelo cumprimento da Instrução CVM nº 387/2003. A Acusação afirma que ele teria atuado de forma desleal em relação aos interesses de seus clientes, faltando com o dever de diligência previsto no parágrafo único do artigo 4º da mesma Instrução, nos mesmos termos das imputações realizadas em desfavor de José Henrique D’Elia.

45. Não assiste razão à Acusação.

46. Primeiramente, o diretor responsável da Corretora à época dos fatos era José Henrique D’Elia.

47. A SPS parece ter firmado seu entendimento com base no sistema de cadastro da CVM: Ricardo Binelli constava como diretor responsável pelo cumprimento da Instrução CVM nº 387/2003, com a data de início de 20.10.2000 e sem data de término, o que, em tese, englobaria os fatos apreciados nesse processo.

48. No entanto, o mesmo sistema aponta José Henrique D’Elia como o diretor responsável pela Instrução CVM nº 505/2011 (esta revogou a Instrução CVM nº 387/2003), entre 21.05.2010 e 16.01.2013. Apesar da imprecisão das informações (a Instrução CVM nº 505/2011 foi publicada em setembro de 2011 e entrou em vigor em 02.04.2012), parece claro, pelas informações do sistema de cadastro da CVM, que não se pode considerar Ricardo Binelli como o diretor responsável à época dos fatos.

49. Essa conclusão é corroborada pelos depoimentos já mencionados e pelas declarações



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

do próprio José Henrique D'Elia, segundo o qual Ricardo Binelli era o sócio responsável pela “área dos fundos, era um gestor”¹⁹. Nesse mesmo sentido, a ata da reunião de diretoria de 25.03.2010²⁰ confirma que Ricardo Binelli foi designado como diretor de administração de recursos de terceiros.

50. Assim, entendo não ser possível afirmar que cabia a Ricardo Binelli supervisionar as atividades de intermediação da Corretora, não sendo a ele imputáveis as irregularidades apontadas.

51. Subsiste, ainda, uma imputação em desfavor desse acusado - a de que teria “[estimulado] a atuação dos agentes autônomos muitas vezes extrapolando suas competências”. Nesse sentido, para melhor clareza, transcrevo os trechos da peça acusatória em que a SPS e a PFE tratam do tema²¹:

“em um dos e-mails, o diretor da Petra Asset [Ricardo Binelli] enfatizou que o momento era oportuno para orientar os investimentos dos clientes e, em outro, ele até sugeriu um texto para o e-mail a ser encaminhado aos clientes, corroborando sua atuação no sentido de orientar aqueles agentes autônomos a montar estratégias de investimentos para seus clientes” (fl. 1.101).

“Ao examinar os e-mails remetidos por Ricardo Binelli e Luis Gustavo Deodato de Oliveira para os agentes autônomos²², (...), verificou-se que o primeiro costumava apresentar um panorama geral sobre a economia e em algumas oportunidades, orientações de como abordar clientes. Neste lanço, embora Ricardo Binelli tenha afirmado que não acompanhava o dia a dia das operações executadas pelos agentes autônomos, ficou claro que ele não só acompanhava os negócios como também orientava e estimulava (...) os agentes autônomos a montar estratégias de investimento e a provocar os clientes no sentido de realizarem operações no mercado de valores mobiliários.” (fl. 1.103)

“Restou evidenciado, então, que, embora não fossem formalmente autorizados a administrar carteiras de valores mobiliários, os agentes autônomos da Onze, Ricardo de Paula Nicoluci, Lúcio dos Santos e João Vicente Sanches Neto, na qualidade de prepostos da Petra e estimulados pelos diretores desta, Ricardo Binelli e Luis Gustavo Deodato de Oliveira,

¹⁹ 00h:45m:15s, CD à fl. 741.

²⁰ Fls. 1.637 a 1.639.

²¹ Itens 73 a 87 da peça acusatória.

²² Fls. 829 a 848.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

decidiam como, quando e quanto seus clientes investiriam por intermédio da Corretora” (fl. 1.104).

“Ademais, ficou evidenciado (...) que a Petra, ao passo que não realizava uma supervisão efetiva da atuação de seus agentes autônomos, remetia mensagens de incentivo a estes, de forma contumaz, por intermédio de seus diretores Ricardo Binelli e Luis Gustavo Deodato. Nas referidas mensagens, (...), os diretores ressaltavam a importância de clientes realizarem negócios, o que majoraria a corretagem e, como consequência, aumentaria as comissões daqueles prepostos” (fl. 1.177).

52. Compulsando os autos, verifico que os e-mails enviados pelo acusado²³ tratam principalmente de análises sobre macroeconomia e sobre o comportamento geral dos preços das ações²⁴ e não guardam relação com incentivos para que agentes autônomos vinculados à Corretora agissem ilicitamente. A título de exemplo, alguns inclusive sublinhados pela Acusação, diferentes mensagens demonstram a intenção de suprir os clientes com informações sobre o mercado e de convencê-los a utilizar os serviços ofertados pela Petra:

“Devemos nos empenhar em mostrar para eles [os clientes] que as perspectivas para o crescimento econômico do país são sólidas (...), assim como são igualmente favoráveis as perspectivas para o crescimento do lucro das empresas neste ano (...) e que a queda recente da bolsa abre uma oportunidade relevantes de ganhos” (fl. 829);

“Vejo que temos mais uma razão para trabalharmos ainda com mais afinco o convencimento de nossos clientes: o estrangeiro começou a colocar dinheiro [na bolsa]” (fl. 832);

“chegou a hora de trazer dinheiro para produtos de bolsa com forte probabilidade de ganho para os clientes. Ontem a Europa apresentou seu plano para estabilização do continente. (...) nos últimos meses todos os ativos passaram a precificar um cenário muito ruim, de mundo degradingolando, como em 2008. Assim devemos ter um movimento interessante de recuperação de preços, no mínimo para que sejam reduzidos os exageros” (fl. 845)

53. As mensagens foram principalmente enviadas para debates internos, o que não é incomum para uma instituição financeira que atua no mercado de valores mobiliários. Há, no entanto, algumas poucas enviadas aos profissionais vinculados à Corretora para que

²³ Fls. 828 a 848 e 1.066.

²⁴ Há poucas mensagens contendo análises sobre ações específicas (e.g., fls. 837, 841 e 847 e fl. 102 do cd à fl. 1.066).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

compartilhassem com os clientes. A título de exemplo, Ricardo Binelli envia, em 11.02.2011, sugestão de encaminhamento para clientes, no entanto, mais uma vez, esse exemplo demonstra que as análises tratavam da “conjuntura econômica e da bolsa”: “Caro Sr. ___, recebi um e-mail de nosso gestor sobre o atual momento de mercado, que contém uma análise da conjuntura econômica e da bolsa e interpreta o momento atual como um ponto de entrada” (fl. 831).

54. Em mensagens enviadas por outro diretor acusado da mesma infração (Luís Gustavo Deodato de Oliveira) é possível encontrar apelos comerciais mais enfáticos destinados aos agentes autônomos de investimento vinculados à Corretora²⁵. Não obstante, não se extrai deles nenhum pedido para agir ilicitamente. Pelo contrário, o diretor menciona a necessidade de convencer clientes, nunca a de realizar operações sem a devida autorização. A própria Acusação, ao analisar essa mensagem, reconhece que ela contém “textos com palavras de incentivo no sentido de que os agentes autônomos provocassem seus clientes para que estes realizassem negócios e seguissem suas recomendações ou estratégias”²⁶.

55. Ante o exposto, entendo que a imputação é improcedente. Há uma distância muito grande entre o encaminhamento de análises macroeconômicas, por meio da qual uma corretora de valores mobiliários manifesta que, no seu entendimento, o cenário econômico é favorável para a compra (ou venda) de ações, e um suposto “estímulo” para que agentes autônomos a ela vinculados atuem fora da legalidade, seja a suposta administração de carteiras por pessoa não autorizada pela CVM, seja a realização de negócios sem a ordem do cliente.

56. As provas dos autos não trazem indícios de que o suposto “estímulo” indevido teria ocorrido e, além disso, outro fato pela improcedência da imputação é o de que a própria Acusação afirma que não encontrou “correlação entre tais recomendações e os negócios efetivamente realizados em nome dos clientes assessorados pelos agentes autônomos da Onze”²⁷.

²⁵ A título de exemplo: “de nada adianta fazermos boas recomendações se não houver a conversa com os clientes para que se tornem resultados ‘de fato’ para os clientes e mais receita de corretagem para todos” (fl. 835).

²⁶ Item 82 da peça acusatória (fl. 1.102).

²⁷ Itens 79 e 80 da peça acusatória (fl. 1.101). “Além disso, na caixa de correio eletrônico de Ricardo de Paula Nicoluci, agente autônomo de investimento, identificamos vários e-mails remetidos aos agentes autônomos por



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

57. Ante todo o exposto, voto pela absolvição de Ricardo Binelli de todas as acusações contra ele formuladas.

José Henrique D'Elia

58. A Acusação afirma que José Henrique D'Elia, na figura de diretor responsável pela Instrução CVM nº 387/2003, não teria atuado com a diligência devida. A tese acusatória se baseia em alegações de que o referido acusado: **(i)** ofereceu condições para que os agentes autônomos representassem a Corretora perante os investidores; **(ii)** não supervisionou os agentes autônomos da Onze; **(iii)** permitiu a execução de negócios financiados pela Corretora e o aluguel de ações sem os contratos ou termos de autorização específicos com seus clientes para estes fins; **(iv)** permitiu o início das atividades da Onze sem que o sistema de gravação de ordens estivesse em funcionamento; **(v)** manteve linha telefônica no escritório em que os agentes autônomos da Onze atuavam sem que ela estivesse conectada ao sistema de gravação; e **(vi)** “[estimulou] a atuação dos agentes autônomos muitas vezes extrapolando suas competências”²⁸.

59. O único argumento da Acusação que merece prosperar é o argumento **(ii)**, acima descrito, pois há provas de que o então diretor responsável José Henrique D'Elia não supervisionou eficazmente os agentes autônomos de investimento da Onze vinculados à Corretora, nem implementou meios aptos a cumprir esse dever.

60. De fato, como demonstrado em seção anterior desse voto, Ricardo Nicoluci, por largo período, teve liberdade desvigiada para realizar negócios em nome de clientes sem a autorização desses. A realização de diversas operações coincidentes, como demonstrado ao longo do relatório e desse voto, já seria indício suficiente para que a Corretora tivesse de

outro diretor da Petra, Luis Gustavo Deodato de Oliveira. Os e-mails se destinavam ao endereço eletrônico parceiros@petracorretora.com.br, que correspondia a um endereço da lista de distribuição para todos os assessores, informação confirmada em depoimento por José Henrique D'Elia. Em algumas oportunidades, Gustavo Deodato retransmitia mensagens que lhe eram passadas por Ricardo Binelli.

No tocante aos e-mails remetidos por Luis Gustavo Deodato de Oliveira para os agentes autônomos do endereço eletrônico parceiros@petracorretora.com.br, embora contivessem arquivos magnéticos em formato “doc” ou “pdf” com recomendações do que deveria ser comprado, vendido ou mantido em carteira, não foi encontrada correlação entre tais recomendações e os negócios efetivamente realizados em nome dos clientes assessorados pelos agentes autônomos da Onze”

²⁸ Item 360 da peça acusatória.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

adotar medidas adicionais de supervisão.

61. Nesse sentido, a jurisprudência da CVM é no sentido de que “a ocorrência, em repetidos pregões, de operações simultâneas, com o mesmo ativo e ao mesmo preço, constitui elemento suficiente para fazer com que uma corretora, à luz da regra do referido art. 13, inciso I, ‘c’, da Instrução CVM nº 387/2003, averigüe com maior profundidade a regularidade da situação daquele que alegadamente atue como seu preposto”²⁹.

62. Mesmo após se deparar com indícios robustos de irregularidades, a instituição financeira e o próprio diretor José Henrique D’Elia falharam em tomar as medidas apropriadas, havendo evidências de que as operações não autorizadas se estenderam por longo período, de julho de 2010 a março de 2012.

63. Nesse sentido, o já mencionado depoimento de um dos operadores de mesa, segundo o qual reportou para seus superiores que ocorriam as denominadas operações coincidentes em nome de diversos clientes.

64. As reclamações de clientes e o mencionado depoimento demonstram que a Corretora não havia implementado rotinas ou sistemas para supervisionar a atuação dos agentes autônomos a ela vinculados de maneira a prevenir que eles agissem irregularmente.

65. José Henrique D’Elia, além de figurar como diretor responsável pela atividade de intermediação da Corretora, era considerado por todos os profissionais atuantes na Corretora, agentes autônomos vinculados à Onze e profissionais da Petra, como o responsável pela supervisão dos agentes autônomos de investimento. Durante a fase de investigação, declarou inclusive que visitava o escritório da Petra em que os agentes autônomos da Onze atuavam uma vez por mês³⁰.

66. Desta forma, na ausência de demonstração que esse diretor responsável instituiu controles e procedimentos adequados e suficientes para evitar as irregularidades cometidas pelos prepostos da Corretora, deve ele ser responsabilizado por falta de diligência, com fulcro no parágrafo único do artigo 4º da Instrução CVM nº 387/2003.

67. Por sua vez, o argumento (i) supramencionado se baseia na alegação de que “os

²⁹ PAS CVM nº SP2014/014, j. em 12.09.2017, Rel. Dir. Pablo Renteria. No mesmo sentido, o já mencionado PAS CVM nº 2012/374, j. em 19.07.2016, Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba.

³⁰ 00h:44m:00s, CD à fl. 741.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

agentes autônomos ainda se apresentavam aos clientes como sendo funcionários da Petra, omitindo a condição de agentes autônomos”³¹.

68. É incontroverso que o escritório em Ribeirão Preto, a partir do qual os agentes autônomos da Onze exerciam suas atividades, era uma filial da Petra, mantido e divulgado pela própria Corretora, e que a Onze prestava o serviço de distribuição de valores mobiliários com o intermediário³².

69. Vale lembrar que, em 22.04.2010, a CVM comunicou ao mercado a necessidade de rever a então vigente Instrução CVM nº 434/2006, uma vez que havia distorções relevantes nas atividades desempenhadas pelos agentes autônomos e no papel dos intermediários³³. Era até então “comum o entendimento, incorreto, de que os investidores trazidos pelos agentes autônomos de investimento eram, na verdade, clientes destes últimos, estando vinculados aos intermediários tão-somente pela necessidade de acesso ao mercado”. Um dos objetivos da revisão era “deixar mais clara a estrutura de responsabilidades no processo de distribuição”.

70. A Instrução CVM nº 497/2011, vigente a partir de 01.01.2012, trouxe maior clareza quanto aos papéis, responsabilidades e forma de apresentação de agentes autônomos de investimento e de intermediários aos clientes. Inclusive, proibiu que os agentes autônomos de investimento mantivessem contrato com mais de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.

71. No caso dos autos, não é possível afirmar, considerando as normas e circunstâncias

³¹ Item 359

³² Fl. 504.

³³ Edital de audiência pública nº 03/2010. Destaco o trecho: “Mais do que isso, ante o regime vigente e as pressões concorrenciais, tornou-se comum o entendimento, incorreto, de que os investidores trazidos pelos agentes autônomos de investimento eram, na verdade, clientes destes últimos, estando vinculados aos intermediários tão-somente pela necessidade de acesso ao mercado. São comuns, por exemplo, corretoras que divulgam seus serviços para agentes autônomos, como se elas fossem prestadoras de serviços acessórios, enquanto os agentes autônomos seriam os verdadeiros responsáveis pelos clientes, o que representa uma flagrante distorção do regime legal e regulatório hoje existente e um verdadeiro risco para o mercado.

Esta lógica não é aceitável do ponto de vista da regulamentação – afinal, toda a estrutura de proteção dos interesses dos clientes é construída a partir da criação de obrigações e de responsabilidades para os intermediários. Ela também não é aceitável do ponto de vista da proteção ao investidor, pois não pode haver espaço para dúvida quanto ao papel, sobretudo comercial (e muitas vezes remunerado pelo volume de operações realizadas), desempenhado pelos agentes autônomos.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

da época, que o arranjo adotado pela Petra era irregular. Pelo contrário, entendo que a maneira de atuar da Corretora possibilitou que os clientes buscassem esclarecimentos diretamente com a instituição financeira e essa não se eximiu do dever de ressarcir os investidores prejudicados.

72. Assim, entendo o argumento da Acusação improcedente em relação a José Henrique D'Elia.

73. O argumento (iii) se baseia em suposta permissão da Corretora para a execução de negócios financiados pela Corretora e aluguel de ações sem os contratos ou termos de autorização específicos com seus clientes para estes fins.

74. Quanto à primeira parte do argumento – suposta permissão para execução de negócios financiados pela Corretora sem os contratos ou termos de autorização específicos com seus clientes para estes fins – entendo que há manifesta improcedência, uma vez que a Acusação imputou essas irregularidades referentes à Instrução CVM nº 51/1986 em desfavor da instituição financeira e do suposto diretor responsável pelo cumprimento da mencionada Instrução (Fernando Fontes), sendo certo que ambos celebraram termo de compromisso com a CVM no âmbito do presente processo.

75. Assim, não há que se estender ao diretor responsável pelo cumprimento de normas contidas em outra Instrução as responsabilidades inerentes à concessão de financiamento para compra de ações, uma vez que a ele não cabia supervisionar a suposta concessão de financiamentos a clientes³⁴.

76. A segunda parte da imputação – suposta permissão para execução de negócios de aluguel de ações pela Corretora sem os contratos ou termos de autorização específicos com seus clientes para estes fins – se relaciona a duas imputações congêneres realizadas em desfavor da Corretora:

(...)

(h) realização de aluguel de ações sem o devido termo de autorização em infração ao disposto no artigo 3º, §3º, da Instrução CVM nº 441/2006; e

(i) não indicar diretor responsável pelas operações de empréstimo de ações, e assim,

³⁴ A esse respeito, o PAS CVM nº 19957.006904/2017-24, j. em 27.11.2018, Relator Presidente Marcelo Barbosa (ver itens 12 e seguintes do voto).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

descumprir o disposto no do artigo 4º, IV, da Instrução CVM nº 441/2006 (item 368 da peça acusatória).

77. O argumento da Acusação encontra óbice no fato de que não havia diretor responsável indicado pela instituição financeira para assegurar o cumprimento da Instrução CVM nº 441/2006 e, pelos motivos já expostos, entendo que não é possível estender ao profissional responsável por outra Instrução, a título de falta de diligência, as responsabilidades inerentes a empréstimos de ações.

78. Por sua vez, os argumentos (iv) e (v) se baseiam em uma suposta obrigação da Corretora de realizar e manter gravações telefônicas de conversas mantidas entre prepostos e clientes.

79. Vale lembrar que a gravação telefônica das ordens dadas por clientes só foi exigida pela CVM com a advento da Instrução CVM nº 505/2011, especificamente, por meio das normas contidas no seu artigo 14³⁵. O edital de audiência pública que antecedeu a edição da mencionada Instrução pontuou:

“a Minuta estabelece regras específicas para as ordens transmitidas por telefone ou outros sistemas de transmissão de voz, bem como para aquelas transmitidas por sistemas eletrônicos de conexões automatizadas. Com relação às ordens transmitidas por telefone ou outros sistemas de transmissão de voz, a Minuta determina que o intermediário deva manter sistema de gravação de todos os diálogos entre seus prepostos e clientes, que seja capaz, inclusive, de manter o controle das linhas e ramais telefônicos utilizados por cada usuário.”

80. A mesma Instrução determinou também que os intermediários deveriam se adaptar às novas regras até 01.10.2012, marco que foi posteriormente adiado para 1º de fevereiro de 2013 (artigo 37), data posterior aos fatos apurados no presente processo.

81. Assim, entendo que a CVM não pode punir, sob o argumento de falta de diligência, a falta de gravação telefônica dos diálogos mantidos entre prepostos de intermediário com clientes, uma vez que, à época dos fatos, a regulamentação editada pela Autarquia não previa

³⁵ Art. 14. O intermediário que atue em mercado organizado deve manter sistema de gravação de todos os diálogos mantidos com seus clientes, inclusive por intermédio de prepostos, de forma a registrar as ordens transmitidas por telefone ou outros sistemas de transmissão de voz. § 1º Sem prejuízo do disposto no art. 13, o sistema de gravação de que trata o caput deve manter controle das linhas e ramais telefônicos utilizados por cada usuário. (...)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

essa obrigação, algo que só veio a ser exigido de maneira expressa no ano de 2013.

82. Por fim, o argumento **(vi)** afirma que José Henrique D'Elia “[estimulou] a atuação dos agentes autônomos muitas vezes extrapolando suas competências”.

83. A propósito, verifico que não foi descrita qual teria sido a participação de José Henrique D'Elia na irregularidade apontada, uma vez que são apenas mencionados atos de outros dois diretores da Corretora e, mesmo em relação a esses profissionais, considerei a imputação improcedente conforme exposto na seção anterior.

84. Ante todo o exposto, voto pela condenação de José Henrique D'Elia por não ter supervisionado os agentes autônomos da Onze, em violação ao artigo 4º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 387/2003.

III. DOSIMETRIA

Ricardo Nicoluci

85. Começo assinalando que a realização, por agente autônomo de investimento, de operações financeiras em nome de clientes sem a autorização desses, em infração ao artigo 15, II, da Instrução CVM nº 434/2006 (fatos entre 01.07.2010 e 31.12.2011) e ao artigo 10, caput, da Instrução CVM nº 497/2011 (fatos entre 01.01.2012 e 31.03.2012) são consideradas infrações graves para os efeitos do artigo 11, §3º, da Lei nº 6.385/1976, nos termos do artigo 18, II, da Instrução CVM nº 434/2006 e do artigo 23, I, da Instrução CVM nº 497/2011.

86. Levo em consideração a pluralidade de investidores prejudicados e, como circunstância agravante, a prática reiterada e sistemática da conduta irregular por um ano e meio. Por outro lado, tenho que os bons antecedentes constituem circunstância atenuante.

87. Nesses termos, voto pela condenação de Ricardo Nicoluci à penalidade de proibição temporária, pelo prazo de 5 (cinco) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários.

88. Por sua vez, a realização de operações fraudulentas, definida no item II, letra “c”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo seu item I, é também infração considerada grave para os fins previstos no §3º do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, nos termos do item III da mencionada Instrução.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

89. Tendo em vista, por um lado, a gravidade da conduta e a pluralidade de investidores prejudicados e, pelo outro, os bons antecedentes do acusado, voto pela condenação de Ricardo Nicoluci à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$300.000,00 (trezentos mil reais) pela prática de operação fraudulenta, no período de fevereiro a abril de 2011.

José Henrique D´Elia

90. A responsabilidade administrativa de José Henrique D´Elia decorre da falta em supervisionar eficazmente os agentes autônomos de investimento da Onze vinculados à Corretora. Ainda que a instituição financeira mantivesse alguns controles à época, esses meios não se mostraram suficientes e adequados a cumprir esse dever.

91. Deve ser levado em consideração, além dos bons antecedentes do acusado, o fato de a Corretora ter ressarcido os clientes prejudicados no âmbito do termo de compromisso celebrado com a CVM.

92. Ante o exposto, voto pela condenação de José Henrique D´Elia à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$100.000,00 (cem mil reais), por infração ao dever de diligência previsto no parágrafo único do artigo 4º da Instrução CVM nº 387/2003.

IV. CONCLUSÃO

93. Diante do exposto, com fundamento no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, voto nos seguintes termos:

- i. Pela condenação de Ricardo de Paula Nicoluci à penalidade de proibição temporária, pelo prazo de 5 (cinco) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, por realização de negócios em nome de clientes da Petra – Personal Trader Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S/A sem a devida ordem, de julho de 2010 a março de 2012, em infração ao artigo 15, II, da Instrução CVM nº 434/2006 (fatos entre 01.07.2010 e 31.12.2011) e ao artigo 10, caput, da Instrução CVM nº 497/2011 (fatos entre 01.01.2012 e 31.03.2012);
- ii. Pela condenação de Ricardo de Paula Nicoluci à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$300.000,00 (trezentos mil reais) pela prática de operação fraudulenta, no período de fevereiro a abril de 2011, prática definida no item II, letra “c”, da Instrução CVM nº 8/1979 e vedada pelo item I daquela mesma Instrução;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- iii. Pela condenação de José Henrique D'Elia à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$100.000,00 (cem mil reais) por falta de diligência prevista no parágrafo único do artigo 4º da Instrução CVM nº 387/2003; e
 - iv. Pela absolvição de Ricardo Binelli da acusação de falta de diligência prevista no parágrafo único do artigo 4º da Instrução CVM nº 387/2003.
94. Por fim, proponho comunicação ao Ministério Público Federal sobre o resultado deste julgamento, em complemento ao Ofício nº 84/2017/CVM/SGE³⁶.

É como voto.

São Paulo, 15 de dezembro de 2020

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator

³⁶ Fls. 372 e 1.859 a 1.862.