



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.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2020/1228

(Processo Eletrônico nº SEI 19957.010573/2019-99)

Reg. Col. nº 2183/21

- Acusado:** Thompson de Oliveira Schemes
- Assunto:** Apurar eventual responsabilidade pela **(i)** prática de *churning*, em infração à Instrução CVM nº 08/1979, inciso I c/c inciso II, alínea “c”; e **(ii)** utilização de senhas ou assinaturas eletrônicas de uso exclusivo de cliente para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico, em infração à Instrução CVM nº 497/2011, art. 13, inciso VII
- Relator:** Diretor Alexandre Costa Rangel

Voto

I. Introdução

1. Trata-se de Processo¹ instaurado pela SMI para apurar a responsabilidade de Thompson Schemes pela suposta prática das seguintes irregularidades: **(i)** *churning*, em infração à Instrução CVM nº 08/1979, inciso I c/c inciso II, alínea “c”²; e **(ii)** utilização de senhas ou assinaturas eletrônicas de uso exclusivo de cliente para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico, em infração à então vigente Instrução CVM nº 497/2011, art. 13, inciso VII³.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto, quando não estiverem aqui definidos, têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

² “I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não eqüitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardis ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;”

³ “Art. 13. É vedado ao agente autônomo de investimento ou à pessoa jurídica constituída na forma do art. 2º: (...) VII - usar senhas ou assinaturas eletrônicas de uso exclusivo do cliente para transmissão de ordens por meio de



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.gov.br/cvm

2. Como indicado no Relatório, a despeito de haver sido regularmente citado, o Acusado não apresentou defesa, de modo que o presente voto se baseia, exclusivamente, nas provas que foram acostadas aos autos durante a fase investigativa que precedeu a Acusação. Em sede de processo administrativo sancionador no âmbito da CVM, contudo, a revelia não importa em confissão quanto a qualquer matéria de fato, tampouco torna incontroversas as alegações da acusação⁴, que permanece com o ônus de trazer aos autos elementos robustos de materialidade e autoria suficientes a amparar as imputações formuladas.

3. A tese acusatória sustenta, em síntese, que Thompson Schemes, na condição de agente autônomo de investimento responsável pelo atendimento da investidora K.M.S. no âmbito da Intermediária, teria realizado sucessivas operações de compra e venda de valores mobiliários não autorizadas no período de julho de 2012 a janeiro de 2013, mediante a utilização de senha de uso exclusivo da investidora, com o intuito de gerar receitas de corretagem, o que evidenciaria a prática das infrações objeto deste Processo.

4. Início meu voto com breves considerações a respeito do conjunto fático-probatório carreado aos presentes autos. Em seguida, adentro o mérito do caso, examinando, sucessivamente, a suposta prática, pelo Acusado, das condutas de (i) negociação excessiva de ativos de propriedade da investidora K.M.S. com a finalidade de gerar receitas de corretagem, prática conhecida como *churning*; e (ii) utilização de senhas ou assinaturas eletrônicas de uso exclusivo da investidora K.M.S. para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico. Por fim, passo à conclusão.

II. Considerações sobre o conjunto fático-probatório

5. O conjunto fático-probatório juntado aos autos durante a fase investigativa que antecedeu o presente Processo tornou, no meu entender, os seguintes fatos incontroversos: (i) a investidora K.M.S. efetivamente abriu uma conta junto à Intermediária⁵ e transferiu à respectiva

sistema eletrônico;" A Instrução CVM nº 497/2011 foi revogada pela Resolução CVM nº 16/2021. O art. 18, inciso VII, da nova resolução tem redação idêntica à do referido art. 13, inciso VII, da instrução revogada.

⁴ Consoante previsto, à época da citação, no art. 28 da Instrução CVM nº 607/2019 e, atualmente, no art. 28 da Resolução CVM nº 45/2021. *In verbis*: "Art. 28. A revelia não importa em confissão quanto à matéria de fato e não torna incontroversas as alegações da acusação, podendo o revel intervir em qualquer fase, recebendo o processo no estado em que se encontrar, sem direito à repetição dos atos já praticados."

⁵ A ficha cadastral da investidora K.M.S. junto à Intermediária encontra-se datada de 29.05.2012 (Doc. SEI 0725647, fls. 149-150).



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.gov.br/cvm

custódia carteira de ações de sua propriedade em 25.06.2012⁶; **(ii)** o Acusado é agente autônomo de investimento credenciado junto à CVM⁷ e foi responsável pelo atendimento da investidora K.M.S., no âmbito da Intermediária, no período de julho de 2012 a janeiro de 2013⁸; **(iii)** o Acusado é sobrinho da investidora K.M.S. e primo-irmão da Reclamante⁹; **(iv)** há registros formais de autorização da investidora K.M.S. quanto a negócios de compra e venda de valores mobiliários realizados a partir de sua conta junto à Intermediária nos meses de julho, novembro e dezembro de 2012¹⁰; **(v)** não há qualquer registro formal de autorização da investidora K.M.S. quanto aos negócios realizados nos meses de setembro e outubro de 2012; **(vi)** nos meses de setembro e outubro de 2012, foi realizado um número maior de negócios com ativos da investidora K.M.S. do que nos demais meses de suposto cometimento das infrações¹¹; e **(vii)** a investidora K.M.S. faleceu em 27.01.2013¹².

6. A partir de uma análise minuciosa do Processo, são esses – e apenas esses – os fatos que se encontram efetivamente comprovados.

7. Nesse sentido, como será explicado em maiores detalhes neste voto, sob uma perspectiva probatória, entendo que alguns dos elementos centrais utilizados pela Acusação

⁶ Figurou como anexo à Reclamação documento endereçado à investidora K.M.S. intitulado “*Confirmação de Movimentação de Ativos*”, expedido em papel timbrado da então denominada BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, que informa a transferência, em 25.06.12, de carteira de ações de propriedade da investidora K.M.S. para a custódia da Intermediária, na Central Depositária BM&FBOVESPA (Doc. SEI 0725647, fl. 20).

⁷ Consta dos autos ficha cadastral de Thompson Schemes junto à CVM, a qual indica o respectivo credenciamento como agente autônomo de investimento em 23.09.2009 (Doc. SEI 0725647, fls. 124-125).

⁸ Informação extraída da Reclamação (Doc. SEI 0725647, fl. 8, item 21) e confirmada de modo expresso na manifestação prévia da Intermediária constante do Processo Originário (Doc. SEI consta exclusivamente dos autos do Processo Originário, não tendo sido reproduzida nos autos deste Processo (Doc. SEI 0725914, fls. 2-3, item 4.2; fls. 118-119, 140-142).

⁹ Informação extraída de diversas manifestações da Intermediária no âmbito do Processo Originário (Doc. SEI 0725647, fls. 118-119 e 140-142 e Doc. SEI 0725914, fls.2-3, item 4.2) e confirmada em manifestação subsequente da Reclamante (Doc. SEI 0725647, fls. 169-170 e 176-178).

¹⁰ Trata-se de transcrições de ordens de compra e venda de valores mobiliários transmitidas pela investidora K.M.S. ao Acusado via aplicativo de mensagens desenvolvido pela Intermediária, referentes ao período em questão (Doc. SEI 0725647, fls. 24-26).

¹¹ Notas de corretagem das operações realizadas a partir da conta da investidora K.M.S. junto à Intermediária (Doc. SEI 0725647, fls. 28 a 97) revelam, no que diz respeito ao período de suposto cometimento das infrações objeto deste processo (julho de 2012 a janeiro de 2013), que **(i)** houve poucas negociações, em 3 pregões apenas, de 02.07.2012 a 12.07.2012; **(ii)** não houve negociações entre 13.07.2012 e 30.08.2012; **(iii)** houve muitos negócios, em 30 pregões, entre 31.08.2012 e 01.11.2012; e **(iv)** mais uma vez, houve poucas negociações, em 7 pregões, de 02.11.2012 a 27.01.2013.

¹² Conforme Escritura de Inventário e Adjudicação de Bens do Espólio da investidora K.M.S. lavrada em 26.12.2013 e anexada à Reclamação, a investidora K.M.S. “faleceu em 27/01/2013 na cidade do Rio de Janeiro aos 61 (sessenta e um) anos conforme certidão de óbito expedida pelo 5º RCPN do Rio de Janeiro (...)” (Doc. SEI 0725647, fl. 11).



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.gov.br/cvm

para tentar sustentar as infrações imputadas a Thompson Schemes vão além do que está efetivamente comprovado nos autos. Tais elementos, a meu ver, não passam de alegações da Reclamante, sem o devido amparo probatório, ou de indícios aos quais não considero adequado conferir valor relevante neste caso, como passo a expor.

8. A tese acusatória baseia-se, em larga medida, nas seguintes premissas fáticas: **(i)** o Acusado deteria o *login* e a senha de acesso da investidora K.M.S. à conta que mantinha junto à Intermediária, conforme comprovaria um documento que, segundo a Reclamante, seria uma mensagem de correio eletrônico juntada aos autos¹³; e **(ii)** a investidora K.M.S. teria sido acometida por grave enfermidade e teria sido hospitalizada nos meses que antecederam sua morte, sendo que, durante esse período, também de acordo com a Reclamante, seu estado de saúde teria se deteriorado progressivamente até que K.M.S. haveria se tornado inconsciente, sem qualquer condição de determinar sua vontade, tendo ao fim falecido em 27.01.2013.

9. Por oportuno, reproduzo abaixo os termos da mensagem referida no item (i) do parágrafo anterior:

*“Oi Pat, tudo bom?
o e-mail que eu criei é o [Ilegível] a senha é paula202 (pra eu não esquecer, rss),
entrando no e-mail você verá um e-mail da [Intermediária], contendo seu login e
senha.
Estou te passando em anexo um doc que preciso pegar assinado contigo, é a
transferência das ações, te falei que iríamos transferir o saldo mas não vai ser
possível, vamos transferir as ações.
O site da [Intermediária] é o [•].
Qualquer dúvida me dá uma ligada no celular,
bjó,
Thompinho”*

10. À primeira vista, o conteúdo da mensagem em tela parece sugerir que a relação entre o Acusado e a investidora K.M.S. seria de um vínculo próximo e poderia corroborar a alegação constante da Reclamação no sentido de que o Acusado deteria – ou ao menos deteve, nos momentos que antecederam o envio da mensagem – o *login* e a senha de acesso da investidora K.M.S. à sua conta junto à Intermediária.

¹³ Doc. SEI 0725647 (fl. 22) e Doc. SEI 0725914 (fl. 41).



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.gov.br/cvm

11. A respeito de tal mensagem e do valor probatório que lhe é atribuído pela tese acusatória, transcrevo abaixo trecho extraído da seção conclusiva da Acusação¹⁴:

“31. Pelo email juntado pela denunciante, presente também na manifestação da [Intermediária], é possível observar um grande grau de intimidade e confiança que aparenta haver entre Thompson e a investidora, sua tia (0725647, fl. 22 e 0725914, fl. 03).

32. Também pode ser visto que Thompson afirma ter criado o email de contato com a corretora e informa que ‘entrando no e-mail você verá um e-mail da [Intermediária], contendo login e senha’, ou seja, Thompson estava de posse do login e da senha da investidora na [Intermediária] e, segundo sua vontade, poderia acessar a corretora em nome da investidora e transmitir ordens para a negociação de valores mobiliários, tanto através do home broker quanto pelo [Intermediária] Messenger.

33. De acordo com os documentos apresentados pela [Intermediária], as ordens para negociação de ações em nome da investidora não foram transmitidas através do home broker, mas pelo aplicativo [Intermediária] Messenger, que também necessitaria de acesso à conta, através de login e senha.

34. A capacidade de Thompson para acessar o aplicativo [Intermediária] Messenger e atuar em nome da investidora justifica a desconfiança da denunciante sobre uma possível fraude em relação às mensagens trocadas com Thompson através desse aplicativo.”

12. Contudo, o que efetivamente desperta a minha atenção não é o conteúdo propriamente dito de tal documento apresentado na Reclamação como sendo um e-mail, mas, sim, o fato de que dele não consta qualquer cabeçalho padronizado. De forma diferente daqueles usualmente constantes de e-mails enviados, não é possível extrair um conjunto mínimo de informações que torne razoavelmente crível que a mensagem em questão efetivamente foi remetida, como a data e o horário do respectivo envio ou ainda os nomes e endereços de correio eletrônico de remetente, destinatários principais e em cópia. Não consta dos autos qualquer outra comprovação do envio ou do recebimento do correio eletrônico em questão.

13. À luz de tal singular circunstância fática, não me parece adequado considerar verossímil que o Acusado efetivamente tenha estado de posse do *login* e da senha de acesso da investidora K.M.S. à sua conta junto à Intermediária, como faz a Acusação.

14. Passo, em seguida, à análise da premissa (ii) acima referida, relativa ao estado de saúde da investidora K.M.S. nos meses que antecederam seu óbito, em 27.01.2013. A esse respeito, o

¹⁴ Doc. SEI 0883611 (fl. 4).



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.gov.br/cvm

único fato efetivamente comprovado e incontroverso neste Processo é a data de falecimento da investidora K.M.S. (27.01.2013)¹⁵. Não foram juntados aos presentes autos quaisquer outros documentos ou meios de prova – como simples atestados, laudos ou prontuários médicos de qualquer natureza –, com base nos quais poderia ser possível aferir em bases minimamente consistentes, por exemplo, o real estado de saúde da investidora K.M.S. e respectiva evolução de julho de 2012 a janeiro de 2013; ou o período de sua suposta hospitalização. São fatos que poderiam ser provados com razoável facilidade.

15. Nesse contexto, à míngua de elementos probatórios com alguma consistência que lhe possam emprestar grau mínimo de confiabilidade, principalmente no contexto de um processo administrativo sancionador, não me parece razoável reputar como comprovadas as alegações extraídas da Reclamação relativas à progressiva deterioração do estado de saúde da investidora K.M.S. e assumir de plano, como faz a Acusação, que K.M.S. estivesse “hospitalizada” e “em situação extremamente vulnerável em vista de grave enfermidade”¹⁶ – sem qualquer inquirição ou questionamento de prova de outra natureza que pudesse corroborar o alegado.

16. Retomarei essas considerações fáticas introdutórias ao longo do presente voto. Por ora, adianto apenas que não identifiquei, nos autos, indícios suficientemente robustos e convergentes a amparar a tese da Área Técnica que propõe a condenação do Acusado.

III. Mérito

Negociação excessiva (churning)

17. No presente processo, Thompson Schemes é acusado da prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários em razão da suposta conduta de negociação excessiva – ou *churning* – no que diz respeito à carteira de ações de propriedade da investidora K.M.S. no período de julho de 2012 a janeiro de 2013.

18. Como bem apontado na Acusação, a prática de *churning* é usualmente conceituada como uma “modalidade de fraude na qual pessoas se valem do controle que exercem sobre recursos de terceiros para fazer com que esses sejam negociados de modo excessivo, visando

¹⁵ Vide nota de rodapé nº 12.

¹⁶ Doc. SEI 0883611 (fl. 4, itens 37.2 e 35, 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.gov.br/cvm

não ao melhor interesse do investidor, mas a gerar taxas e comissões para si ou para outrem”¹⁷.

19. Tal prática configura operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, na qual o artil “*negociação excessiva*” se alia à manutenção de investidor em erro com a finalidade de obter, para si ou para outrem, a vantagem patrimonial ilícita consubstanciada em taxas ou comissões. Tudo isso nos termos do inciso I da Instrução CVM nº 08/1979, conforme o conceito do inciso II, alínea “c”, do referido normativo¹⁸. Trata-se, ainda, de infração de natureza grave, de acordo com o inciso III do mesmo diploma regulamentar.

20. Conforme precedentes deste Colegiado¹⁹, a configuração do ilícito exige a presença cumulativa dos seguintes elementos: **(i)** controle sobre as operações cursadas em nome do investidor; **(ii)** giro excessivo da carteira de investimentos à luz do perfil do cliente; e **(iii)** intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões.

21. O controle sobre as operações do cliente é fundamental à caracterização da prática de *churning*. Com efeito, apenas o fato de a conta ter sido girada em patamares excessivos, incompatíveis com o perfil do investidor, usualmente não configura fraude caso o próprio titular da conta tenha, de forma consciente, realizado ou autorizado as operações.

22. Penso ser possível, para fins de sistematização, decompor o elemento “*controle*” em duas modalidades distintas: **(i)** controle de direito, verificado quando o agente desfruta de discricionariedade outorgada pelo investidor para tomar decisões de investimento em virtude de uma prévia relação jurídica existente, válida e eficaz, como seria o caso de um contrato de administração de carteira; e **(ii)** controle de fato, verificado quando, a despeito de inexistir a transferência formal e regular de recursos à gestão do agente, este ainda assim a realiza, seja *(a)* de forma desconhecida ou não autorizada pelo investidor, seja ainda *(b)* caso o próprio

¹⁷ Definição extraída pela Acusação (Doc. SEI 0883611, fl. 4, item 36) de palestra proferida pelo ex-diretor da CVM Gustavo Gonzalez na ANCORD - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias em 25.03.2019, cujo conteúdo também consta dos presentes autos (Doc. SEI 0819949, fls. 3).

¹⁸ Vide nota de rodapé nº 2.

¹⁹ Vide, nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 11/2013, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 30.01.2018; **(ii)** PAS CVM nº RJ2015/6143, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 24.04.2018; **(iii)** PAS CVM nº SP2014/0465, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 06.11.2018; **(iv)** PAS CVM nº RJ2014/12921, Diretor Relator Pablo Renteria, julgado em 10.02.2017; e **(v)** PAS CVM nº SP2014/0382, Diretor Relator Henrique Machado, julgado em 09.10.2018. Destaco que, nos três primeiros precedentes citados, de relatoria do Diretor Gustavo Gonzalez, os elementos da infração se apresentam sistematizados exatamente conforme apresentado neste voto. Já nos dois precedentes seguintes, de relatoria dos Diretores Pablo Renteria e Henrique Machado, os mesmos três requisitos são levados em conta, embora não se apresentem sistematizados dessa forma.



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.gov.br/cvm

investidor tome suas decisões de investimento e desinvestimento, porém, induzido em erro pelo agente; nessa modalidade, o investidor, por não possuir experiência no mercado de capitais, deposita sua confiança no agente, acatando reiteradamente suas sugestões²⁰.

23. Voltando ao caso concreto, a Acusação sustenta que Thompson Schemes detinha o controle de fato da conta da investidora K.M.S. a partir de 3 elementos²¹: **(i)** posse, pelo Acusado, de *login* e senha de acesso da investidora K.M.S. à sua conta junto à Intermediária, situação que seria comprovada a partir do documento que foi apresentado pela Reclamante como um correio eletrônico²²; **(ii)** estado vulnerável de saúde da investidora K.M.S., que se encontrava hospitalizada em virtude de grave enfermidade, situação apenas informada na Reclamação, sem qualquer suporte documental ou de outra natureza que pudesse confirmar o alegado; e **(iii)** completa ausência de registro da autorização de tal investidora em relação aos negócios executados pelo Acusado entre setembro e outubro de 2012. Tais elementos, conjugados, segundo a Acusação, supostamente evidenciariam que o Acusado usou a senha da investidora K.M.S. para a realização de negócios por ela não autorizados.

24. Nada obstante, a meu ver, o conjunto probatório trazido aos autos pela Acusação não autoriza tal conclusão.

25. Primeiro: como tive a oportunidade de demonstrar em detalhes na seção anterior deste voto, a mensagem apontada pela Acusação como elemento supostamente comprobatório da posse do Acusado em relação ao *login* e à senha de acesso da investidora K.M.S. à sua conta junto à Intermediária não me parece reunir elementos mínimos que permitam tornar crível que tal mensagem efetivamente tenha sido enviada. Portanto, ausentes outros elementos probatórios dos autos, reputo como não comprovada a posse em questão.

²⁰ A classificação sugerida por mim neste voto foi inspirada, essencialmente, a partir de elementos constantes do voto do Diretor Relator Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº SP2014/465. Destaco, em especial, a seguinte citação, extraída do voto em questão: “*Churning, in essence, involves a conflict of interest in which a broker or dealer seeks to maximize his or her remuneration in disregard of the interest of the customer. The brokerdealer is most likely to have control over the customers’ account to exploit this conflict of interest when the customer has expressly granted to the broker-dealer discretionary authority to trade. Control can exist also in a nondiscretionary account when the broker-dealer in fact exercises discretion over the account either because of unknown or unauthorized trades or because the customer routinely accepts the broker-dealer’s recommendations, typically because the customer is naïve, unsophisticated, or inexperienced.*” (grifos meus) (LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Securities Regulation. Fourth Edition, Volume VIII. Nova York: Wolters KluwerLaw & Business, 2012, pp. 427-428, *apud* PAS CVM nº SP2014/465, voto do Diretor Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 06.11.2018).

²¹ Doc. SEI 0883611 (fl. 4, em especial itens 31-35 e 37.1).

²² Doc. SEI 0725647 (fl. 22) e Doc. SEI 0725914 (fl. 41).



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.gov.br/cvm

26. Segundo: como igualmente expus na seção precedente deste voto, não foram juntados aos presentes autos quaisquer documentos ou meios de prova com base nos quais pudesse ser aferido **(i)** o real estado de saúde da investidora K.M.S. e respectiva evolução de julho de 2012 a janeiro de 2013; ou **(ii)** o período de sua suposta hospitalização.

27. Terceiro: o fato de que não consta do Processo registro de autorização da investidora K.M.S., em relação aos negócios executados pelo Acusado entre setembro e outubro de 2012, não me parece, isoladamente considerado, apto a autorizar a conclusão de que o Acusado detinha o controle sobre as operações cursadas em nome da investidora K.M.S.

28. O segundo elemento caracterizador da prática do *churning* consiste na prática de negócios excessivos à luz do perfil do investidor.

29. Para a demonstração da excessividade da negociação, a Acusação, amparada em estudo desenvolvido pela BSM em 2011 (“Estudo BSM”)²³, faz uso de dois indicadores cuja utilização vem sendo prestigiada na jurisprudência deste Colegiado²⁴, a saber:

- (i)** a taxa de giro da carteira, ou *turnover ratio* (“TR”), destinada a aferir se o volume de negócios realizado com a carteira do cliente foi excessivo, a qual, nas palavras do Estudo BSM, “*indica o número de ‘giros’ efetuados com a carteira do cliente, comparando-se o patrimônio médio do cliente com o volume total de compras efetuado. Como benchmark para verificar se determinada Turnover Ratio é excessiva, sugere-se compará-la com a taxa de turnover dos fundos de investimento em ações, partindo-se do princípio de que é razoável supor que um investidor particular gire sua carteira a taxa inferior à de fundos geridos por profissionais. De acordo com os cálculos efetuados, taxas de turnover superiores a 8 [vezes] seriam fortemente indicativas da prática de churning, não podendo-se descartar, contudo, a possibilidade de churning para taxas entre 2 e 8 [vezes].*”²⁵; e

²³ O Estudo BSM encontra-se no Relatório de Análise nº 01/2011 (Doc. SEI 0819882).

²⁴ Nesse sentido: **(i)** PAS CVM nº 24/2010, Diretora Relatora Ana Novaes, julgado em 27.05.2014; **(ii)** PAS CVM nº SP2012/480, Diretor Relator Roberto Tadeu, julgado em 06.10.2015; **(iii)** PAS CVM nº RJ2014/2797, Diretor Relator Pablo Renteria, julgado em 27.09.2016; **(iv)** PAS CVM nº RJ2014/12921, Diretor Relator Pablo Renteria, julgado em 10.02.2017; **(v)** PAS CVM nº 11/2013, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 30.01.2018; **(vi)** PAS CVM nº RJ2015/6143, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 24.04.2018; **(vii)** PAS CVM nº SP2014/0382, Diretor Relator Henrique Machado, julgado em 09.10.2018; e **(viii)** PAS CVM nº SP2014/0465, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 06.11.2018.

²⁵ Doc. SEI 0819882 (fls. i-ii).



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.gov.br/cvm

- (ii) a razão custo sobre patrimônio, ou *cost-equity ratio* (“C/E” e, quando referida em conjunto com a TR, simplesmente “Indicadores BSM”), destinada a aferir se o montante total de despesas incorridas pelo investidor foi demasiado, a qual, também nas palavras do Estudo BSM, “*compara o total de despesas que incidiu sobre a carteira do investidor com seu patrimônio médio*” e “*reflete o retorno mínimo que seria necessário para cobrir as despesas que incidiram sobre a carteira do investidor em determinado período. Como base de comparação para verificar se determinada cost-equity ratio é elevada ou não, sugere-se compará-la com a rentabilidade histórica do Ibovespa, que, nos últimos 15 anos, foi de, aproximadamente, 21% ao ano. Ou seja, cost-equity ratios superiores a 21% ao ano seriam consideradas como indicativas da prática de churning, vez que reduziriam a probabilidade do investidor obter algum lucro a menos de 50%.*”²⁶

30. Portanto, o Estudo BSM sugere que uma TR anualizada superior a 8 vezes e uma C/E superior a 21% ao ano são indícios da prática fraudulenta. No caso concreto, ambos os Indicadores BSM foram em muito ultrapassados: cálculos efetuados pela BSM a partir das operações de compra e venda de valores mobiliários realizadas em nome da investidora K.M.S. no período de julho de 2012 a janeiro de 2013 revelaram uma TR anualizada de 62,53 vezes e uma C/E, também anualizada, de 49,19%²⁷.

31. Os Indicadores BSM são, contudo, apenas modelos gerais, que devem sempre ser analisados à luz de diversas outras situações específicas do caso concreto, inclusive do perfil do cliente²⁸⁻²⁹. Quanto ao perfil da investidora K.M.S., a Acusação pontua que “[n]o que se

²⁶ Doc. SEI 0819882 (fl. ii).

²⁷ Os cálculos em questão foram encaminhados por Ofício da BSM de 11.10.2019 (Doc. SEI 0859965) e constam de planilha que também integra os presentes autos (Doc. SEI 0859966).

²⁸ A ex-diretora Ana Novaes salientou a necessidade de que os administradores conheçam os interesses de seus clientes e pautem suas atividades em benefício deles: “*É óbvio que as corretoras e distribuidoras devem ter o mínimo conhecimento sobre quem são os seus clientes, no caso um fundo de pensão de servidores municipais, e podem facilmente avaliar se o giro excessivo de uma carteira não seria excessivo diante de um custo de corretagem que claramente era prejudicial ao cliente e favorável à própria C&D*” (PAS CVM nº 24/2010, Diretora Relatora Ana Novaes, julgado em 27.05.2014)

²⁹ “*Por ora, cumpre ressaltar que os indicadores TR e C/E fornecem apenas indícios de churning e nem sempre bastarão para demonstrar a prática do ilícito. O fato de a carteira ter sido mais movimentada do que a média de mercado (seja essa qual for) ou de os custos incorridos nas negociações terem consumido uma parcela expressiva do patrimônio investido não denotam, necessariamente, uma irregularidade. Afinal de contas, o perfil do investidor (ou do fundo ou clube de investimento, conforme o caso) e os seus objetivos com aquele investimento são as melhores medidas para aferir se o giro foi, de fato, excessivo.*” (PAS CVM nº 11/2013, Relator Diretor Gustavo Gonzalez, julgado em 30.01.2018) (grifos meus).



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.gov.br/cvm

refere ao perfil da investidora, cabe ressaltar que se tratava de investidora idosa e hospitalizada, situação incompatível com esse giro.”

32. Como tive a oportunidade de indicar anteriormente neste voto, inexistem, nos presentes autos, qualquer prova da alegação de que a investidora K.M.S. tenha, em algum momento, sido hospitalizada. O que restou comprovado foi que tal investidora faleceu aos 61 anos de idade em 27.01.2013³⁰. Entendo que a idade da investidora K.M.S. quando do seu falecimento e nos meses que precederam tal acontecimento pouco esclarece a respeito do seu real perfil de investidora – ressaltando que o óbito ocorreu quando a investidora possuía idade ainda distante daquela que poderia ser considerada mais avançada e que pudesse, *de per si*, reforçar a percepção de que não haveria mais condições de interação com seu agente autônomo de investimento, participação ou acompanhamento das operações.

33. O conjunto fático-probatório carreado aos autos tampouco auxilia nesse mister: inexistem, no presente Processo, documentos ou informações objetivas que possam esclarecer qual era o real conhecimento da investidora K.M.S. em relação ao mercado de capitais, quais eram suas expectativas e objetivos em relação à carteira de valores mobiliários que detinha ou, ainda, quaisquer outras circunstâncias subjacentes que pudessem, de fato, evidenciar seu perfil como investidora.

34. Nesse sentido, recapitulo a seguir os elementos passíveis de serem extraídos dos autos que se relacionam, de algum modo, com o perfil da investidora K.M.S.: **(i)** ainda na fase investigativa que antecedeu o Processo, a Intermediária deixou de fornecer à CVM a análise do perfil da investidora K.M.S. por alegadamente não ter sido preenchido³¹; **(ii)** a ficha cadastral completa da investidora K.M.S. junto à Intermediária³² aponta que K.M.S. era aposentada quando da abertura de sua conta, mas não indica qual foi sua profissão anteriormente à aposentadoria; **(iii)** constam da ficha cadastral em questão declarações genéricas e padronizadas no sentido de que K.M.S. conhecia *“as normas de funcionamento do mercado de títulos e valores mobiliários, bem como os possíveis riscos envolvidos nas operações realizadas em bolsa de valores, mercadorias e futuros, principalmente no que concerne aos mercados de*

³⁰ Conforme se extrai da já mencionada Escritura de Inventário e Adjucação de Bens do Espólio da investidora K.M.S. lavrada em 26.12.2013 e anexada à Reclamação, a investidora K.M.S. *“faleceu em 27/01/2013 na cidade do Rio de Janeiro aos 61 (sessenta e um) anos conforme certidão de óbito expedida pelo 5º RCPN do Rio de Janeiro (...)”* (grifos meus) (Doc. SEI 0725647, fl. 11).

³¹ Doc. SEI 0725647 (fl. 145).

³² Doc. SEI 0725647 (fls. 149-150).



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.gov.br/cvm

opções e termo”³³; **(iv)** constam da Reclamação alegações, não comprovadas, de que K.M.S. não teria tido contato prévio com o mercado de capitais que justificasse as supostas expressões e jargões técnicos a ela atribuídos nas transcrições de ordens de compra e venda de valores mobiliários obtidas da Intermediária³⁴; e **(v)** com base em documentos constante dos autos, extrai-se que a carteira de ações da investidora K.M.S., em 25.06.2012, era avaliada em R\$ 114.693,00 (cento e quatorze mil, seiscentos e noventa e três reais)³⁵ e composta por: *(a)* 5000 *depository receipts* de emissão de “LAEP”; *(b)* 3.200 ações ordinárias de emissão de “OGX PETROLEO”; *(c)* 1500 ações preferenciais de emissão de “PETROBRAS”; e *(d)* 9.300 ações preferenciais classe “A” de emissão de “USIMINAS”³⁶.

35. Não considero, contudo, possível extrair de tais elementos, isolada ou conjuntamente considerados, informações suficientes a respeito do perfil de K.M.S. como investidora que permitam concluir se os Indicadores BSM relativos ao caso concreto eram compatíveis ou incompatíveis com tal perfil.

36. Na ausência dos referidos elementos, entendo que a presença da excessividade de negociação deve ser avaliada, no presente caso, exclusivamente com base nos Indicadores BSM. Evidentemente, não se pode ignorar que o valor probatório de tais indicadores aumenta na medida em que se afastem dos limites traçados pelo Estudo BSM; ao passo que seu valor diminui com a sua aproximação³⁷.

³³ Doc. SEI 0725647 (fl. 150, item 9).

³⁴ Doc. SEI 0725647 (fl. 6).

³⁵ Informação extraída da petição inicial da Ação Indenizatória com base em cálculos efetuados pela Reclamante (Doc. SEI 0725647, fls. 193, 203 e 207).

³⁶ Informações relativas à composição da carteira da investidora K.M.S. extraídas de documento endereçado a tal intitulado “*Confirmação de Movimentação de Ativos*”, expedido em papel timbrado da então denominada BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, que informa a transferência, em 25.06.12, de carteira de ações de sua propriedade para a custódia da Intermediária, na Central Depositária BM&FBOVESPA (Doc. SEI 0725647, fl. 20).

³⁷ Ainda que os indicadores não sejam provas incontestes da prática de *churning*, não cabe relativizá-los em demasia, uma vez que a metodologia empregada para elaboração dos indicadores partiu de circunstâncias extremas e, portanto, já consubstancia parâmetros elevados. Nesse sentido, o ex-diretor Gustavo Gonzalez pontuou: “*Parece-me claro que, olhando apenas para os índices, quanto maiores esses forem em um caso concreto, maior valor probatório deve a eles ser atribuído. Nos casos em tela, tanto o TR quanto o C/E das carteiras não excederam de modo tão gritante os limites indicados nos estudos de referência, como nos precedentes já julgados pelo Colegiado. Por um lado, não se pode dar a esse fato um peso excessivo – os limites já foram calculados pensando em situações extremas, e considerar que a irregularidade somente resta caracterizada quando os marcos são em muito ultrapassados significa, em última medida, dizer que os referidos marcos pouco valem. Por outro lado, em casos menos extremos, a acusação deve, sempre que possível, buscar outros elementos de prova que corroborem a sua tese.*” (grifos meus) (PAS CVM nº 11/2013, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, j. em 30.01.2018).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

37. Como apontei acima, os cálculos efetuados pela BSM relativos ao presente caso revelaram que os dois parâmetros-limite usualmente utilizados para a caracterização da prática de *churning* no Brasil com base no Estudo BSM – quais sejam, TR anualizada acima de 8 vezes e C/E anualizada acima de 21% – foram em muito superados. A TR anualizada atingiu a marca de 62,53 vezes e a C/E anualizada, o patamar de 49,19%. À luz de tais números, considero haver restado demonstrada a excessividade de negociação *in casu* e entendo estar presente o segundo elemento caracterizador da prática de *churning*.

38. A infração contém, por fim, um terceiro elemento, subjetivo, sem o qual a irregularidade não se perfaz. A prática do *churning* pressupõe dolo, de forma que é preciso verificar se a conduta do agente foi orientada pela finalidade de gerar, ilicitamente, receitas à custa dos interesses do cliente. Dificilmente há prova documental deste requisito, sendo normalmente constatado a partir dos demais elementos da infração. Segundo a Acusação, teria havido “*nítida alteração no perfil das operações cursadas nos momentos que antecederam o falecimento da investidora, o que indica claramente a intenção de Thompson de gerar taxas, aproveitando-se da incapacidade de supervisão da investidora naquele período*”³⁸. O ponto não é desenvolvido.

39. Discordo da Acusação nesse particular. Embora, de fato, conste dos autos comprovação de que um maior número de operações foi realizado³⁹ a partir da conta da investidora K.M.S. nos meses de setembro e outubro de 2012, não restou evidenciada qualquer incapacidade de supervisão da investidora K.M.S. no mesmo período, como tive a oportunidade de expor na seção precedente deste voto. Também não identifiquei neste Processo qualquer outro elemento que pudesse, direta ou indiretamente, demonstrar a intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões no presente caso.

40. Por todo o exposto, entendo que não estão atendidos, no presente caso, dois dos três elementos de prova necessários à configuração da prática de *churning*, quais sejam, o controle sobre as operações cursadas em nome do investidor; e a intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões. Nessa ordem de raciocínio, embora presente inequivocamente o elemento de giro excessivo da carteira de investimentos, inexistente conjunto probatório suficiente para a condenação do Acusado pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários em razão da suposta conduta de negociação excessiva.

³⁸ Doc. SEI 0883611 (fl. 4, item 37.3).

³⁹ Vide nota de rodapé nº 11.



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.gov.br/cvm

Utilização de senhas ou assinaturas eletrônicas de uso exclusivo de cliente para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico

41. Thompson Schemes é também acusado da prática de uma segunda infração neste Processo, qual seja, a utilização de senha eletrônica de uso exclusivo da investidora K.M.S. para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico, também no período de julho de 2012 a janeiro de 2013, em suposta infração ao art. 13, inciso VII, da então vigente Instrução CVM nº 497/2011.

42. Nos termos da Acusação, seria *“possível concluir com razoável certeza que, ao menos no período em que a investidora esteve hospitalizada, quando houve negociações quase diárias em nome dela, Thompson utilizou a senha de sua cliente para a transmissão de ordens, desrespeitando o art. 13, VII, da Instrução CVM nº 497, infração grave para efeito do disposto no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, de acordo com o art. 23, III, da Instrução.”*⁴⁰.

43. Observo, em primeiro lugar, que a imputação em questão parece encontrar fundamento nos mesmos elementos utilizados pela Acusação para sustentar que Thompson Schemes deteria o controle sobre as operações cursadas em nome da investidora K.M.S., a saber: **(i)** posse, pelo Acusado, de *login* e senha de acesso da investidora K.M.S. à sua conta junto à Intermediária, supostamente comprovada a partir do que a Reclamante apresentou como um correio eletrônico; **(ii)** estado vulnerável de saúde da investidora K.M.S., que se encontrava hospitalizada em virtude de grave enfermidade, também de acordo exclusivamente com o relato da Reclamação; e **(iii)** completa ausência de registro da autorização de tal investidora em relação aos negócios executados pelo Acusado entre setembro e outubro de 2012. Tais elementos, conjugados, para a Acusação, supostamente evidenciariam que o Acusado teria utilizado a senha de uso exclusivo da investidora K.M.S. para a transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico e realização de negócios por ela não autorizados.

44. Como tive a oportunidade de demonstrar anteriormente neste voto, o conjunto fático-probatório carreado aos autos não permite concluir, com mínimo grau de certeza, que o Acusado teve acesso ao *login* e à senha de acesso da investidora K.M.S. à sua conta junto à Intermediária, nem que K.M.S. tenha de fato estado vulnerável e hospitalizada no período de suposto cometimento das infrações (elementos “i” e “ii” do parágrafo anterior).

⁴⁰ Doc. SEI 0883611 (fl. 5).



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.gov.br/cvm

45. Em relação à ausência de registros quanto à autorização dos negócios executados pelo Acusado entre setembro e outubro de 2012 (elemento “iii” do parágrafo anterior), repito tratar-se de fato incontroverso no presente Processo. Nada obstante, esse elemento, isoladamente considerado, não me parece autorizar, sob uma perspectiva lógica e jurídica, a inferência de que o Acusado tenha se utilizado da senha de acesso da investidora K.M.S. para realizar negócios não autorizados.

46. Até porque, a se entender que a inexistência de registro das referidas autorizações autorizaria, por si só, a conclusão de que o Acusado se utilizou da senha de uso exclusivo da investidora K.M.S. para transmissão de ordens e infringiu o art. 13, inciso VII, da Instrução CVM nº 497/2011, estar-se-ia atribuindo à falta de documentação (relativa aos meses de setembro e outubro de 2012) peso maior do que aquele que se atribuiu à documentação que existe nos autos (relativa aos meses de julho, novembro e dezembro de 2012)⁴¹ e que favorece o Acusado, o que não me parece coerente ou mesmo adequado, em homenagem ao princípio do *in dubio pro reo*.

47. Pelo acima exposto, não vislumbro fundamento no conjunto fático-probatório trazido aos autos para a condenação do Acusado pela suposta utilização de senha eletrônica de uso exclusivo da investidora K.M.S. para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico.

48. Por fim, considero relevante adicionar, em relação a essa segunda infração, que, *in casu*, ela parece estar absorvida pela própria infração de negociação excessiva. A utilização de senha de uso exclusivo da investidora K.M.S. para transmissão de ordens por sistema eletrônico, no máximo, pode ter representado o meio de que o Acusado se valeu para a prática do *churning*. Dito de outro modo, a infração-fim no presente caso concreto parece ser a prática da negociação excessiva, mas esse desiderato final teria supostamente sido atingido por meio da prática da infração-meio, caracterizada pela utilização de senha eletrônica de uso exclusivo da investidora K.M.S. para transmissão de ordens.

49. Portanto, buscando subsídios no direito penal, entendo ser aplicável ao caso o princípio da consunção ou absorção. A consunção lida com situações de concurso aparente de normas, preconizando que, quando um crime é praticado como meio para o atingimento de um crime

⁴¹ Doc. SEI 0725647 (fls. 24-26).



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.gov.br/cvm

final, em que se esgota o seu potencial lesivo, o “crime-meio” é absorvido pelo “crime-fim”⁴²⁻
43.

50. Assim, entendo forçoso reconhecer no presente caso, em respeito ao princípio da consunção, que o Acusado deve ser julgado apenas com fundamento na acusação da prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários em razão da suposta conduta de negociação excessiva ou *churning*.

IV. Conclusão

51. A Acusação sustenta, em síntese, que Thompson Schemes, na qualidade de agente autônomo de investimento responsável pelo atendimento à investidora K.M.S. no âmbito da Intermediária, teria realizado sucessivas operações de compra e venda de valores mobiliários não autorizadas por tal investidora no período de julho de 2012 a janeiro de 2013, mediante a utilização de senha de uso exclusivo da investidora e com o intuito de gerar receitas de corretagem, o que evidenciaria a prática das infrações objeto deste Processo.

52. Pelas razões que expus de modo detalhado ao longo deste voto, entendo que os principais elementos de prova articulados pela Acusação para amparar as infrações imputadas a Thompson Schemes **(i)** consistem em meras alegações extraídas da Reclamação e não comprovadas no presente Processo (como é o caso das alegações relativas ao suposto estado de saúde da investidora K.M.S., ao período de sua hospitalização ou ainda à sua alegada não familiaridade com o mercado de capitais); ou **(ii)** configuram simples indícios aos quais não considero adequado conferir maior valor probatório neste caso (como é o caso do que a

⁴² Vide, nesse exato sentido, o voto do Diretor Relator Gustavo Gonzalez no PAS RJ2016/7961, julgado em 30.01.2020.

⁴³ A respeito do princípio em comento, leciona Cezar Roberto Bittencourt que: “*Pelo princípio da consunção, ou absorção, a norma definidora de um crime constitui meio necessário ou fase normal de preparação ou execução de outro crime. Em termos bem esquemáticos, há consunção quando o fato previsto em determinada norma é compreendido em outra, mais abrangente, aplicando-se somente esta. Na relação consuntiva, os fatos não se apresentam em relação de gênero e espécie, mas de minus e plus, de continente e conteúdo, de todo e parte, de inteiro e fração. Por isso, o crime consumado absorve o crime tentado, o crime de perigo é absorvido pelo crime de dano. A norma consuntiva constitui fase mais avançada na realização da ofensa a um bem jurídico, aplicando-se o princípio major absorbet minorem. Assim, as lesões corporais que determinam a morte são absorvidas pela tipificação do homicídio, ou o furto com arrombamento em casa habitada absorve os crimes de dano e de violação de domicílio etc. A norma consuntiva exclui a aplicação da norma consunta, por abranger o delito definido por esta. Há consunção quando o crime-meio é realizado como uma fase ou etapa do crime-fim, onde vai esgotar seu potencial ofensivo, sendo, por isso, a punição somente da conduta criminosa final do agente.*” (grifos meus). (BITTENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de Direito Penal: parte geral 1, 24. Ed., 2ª tiragem, São Paulo: Saraiva Educação, 2018, fls. 266-267).



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.gov.br/cvm

Reclamante considerou uma mensagem eletrônica, que alegadamente comprovaria a posse, pelo Acusado, da senha de acesso da investidora K.M.S. à sua conta junto à Intermediária). As provas trazidas pela Acusação que efetivamente resistem a um exame crítico – quais sejam, a ausência do registro formal da autorização da investidora K.M.S. quanto aos negócios executados nos meses de setembro e outubro de 2012; e os Indicadores BSM relativos ao caso concreto – não me parecem, contudo, autorizar a conclusão da prática das infrações objeto deste Processo.

53. Em síntese, entendo que não existem, no Processo, provas conclusivas das infrações de *churning* e de utilização de senha eletrônica de uso exclusivo do cliente para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico. Não há sequer prova indiciária, na medida em que inexistem, nestes autos, um conjunto de indícios suficientemente robusto, sólido e convergente que permita superar qualquer dúvida razoável a respeito da materialidade e da autoria das condutas imputadas ao Acusado⁴⁴⁻⁴⁵⁻⁴⁶.

⁴⁴ Como tive a oportunidade de destacar em manifestação de voto anterior: “Desde que observados certos requisitos, os indícios podem desempenhar papel importante nos processos administrativos sancionadores junto à CVM. Já são confortavelmente conhecidos os parâmetros deles exigidos para que de fato possam ter alguma utilidade como elemento de prova, cabendo destaque para aspectos de pluralidade, robustez, solidez e convergência. (...) Logo, é preciso que o indício não deixe qualquer dúvida razoável quanto à materialidade e autoria do fato principal (beyond a reasonable doubt – BARD). A pluralidade, robustez e convergência de indícios ajuda, como dito acima, a superar a dúvida razoável. Como esses são elementos que exigem a verificação de mais de um indício, podemos dizer que um indício isoladamente considerado dificilmente poderia ser suficiente para uma condenação.” (PAS CVM nº 05/2014, Diretor Relator Henrique Machado, citação extraída do voto-vista de minha autoria, acompanhado pelos demais membros do Colegiado, com exceção do Diretor Relator, julgamento concluído em 15.06.2021).

⁴⁵ Em sentido similar, a Diretora Flávia Perlingeiro afirmou no voto que proferiu no PAS CVM nº RJ2015/9443, de sua relatoria: “há muito se admite na CVM a prova indireta para se chegar à conclusão sobre o uso de informações privilegiadas, já tendo se consolidado entendimento do Colegiado de que deve prevalecer nesses casos o princípio do livre convencimento motivado, sendo possível a condenação com base em prova indiciária, desde que haja um robusto concurso de indícios (comprovados, independentes e convergentes), que permita alcançar uma conclusão segura a respeito da ilicitude da conduta, não sendo imprescindíveis provas cabais.” (PAS CVM no RJ2015/9443, Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, julgado em 04.06.2019).

⁴⁶ Sem prejuízo da independência entre as instâncias administrativa e judicial e a diferença de objeto entre o presente Processo e a Ação Indenizatória, registro que a falta de suporte probatório também parece ter sido elemento presente na ação judicial em tela, conforme reconhecido na parte dispositiva da respectiva sentença, proferida em 13.06.2019. *In verbis*: “O feito está maduro para sentença. Finda a instrução probatória, não se vislumbra conduta da [Intermediária] ou de seus prepostos que possa acarretar a responsabilização pretendida. Investimentos no mercado de ações se caracterizam pelo risco, com ganhos sedutores e prejuízos iminentes, por isso, nem todos têm perfil para atuar neste tipo de investimento. E, por esta mesma razão, o cadastro em corretora é precedido de enquadramento de perfil de risco. A autora alega que a atuação de um agente da ré, causou prejuízos a sua mãe e à autora, única herdeira desta. E apresenta como fundamentos para tal alegação: que a mãe da autora não conhecia o mercado financeiro e teria sido levada a operar nele pelo agente da [Intermediária]; que sua mãe estava enferma, depois hospitalizada e inconsciente e não poderia ter enviado mensagens para o agente; que sua mãe não foi a autora das mensagens porque esta desconheceria o jargão do mercado; que foram feitas operações após o falecimento de sua mãe. Em primeiro lugar, observo que não há nos autos qualquer



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.gov.br/cvm

54. Por oportuno, registro uma vez mais a nítida relação existente entre as infrações objeto da Acusação no presente Processo, a impor o reconhecimento da consunção da infração-meio (utilização da senha eletrônica de uso exclusivo da investidora K.M.S. para transmissão de ordens por sistema eletrônico) pela infração-fim (*churning*).

elemento comprobatório do período de hospitalização da mãe da autora ou de seu estado de inconsciência alegados na inicial. De acordo com a certidão de óbito juntada, a mãe da autora faleceu jovem, aos 61 anos de câncer no pulmão, com o qual conviveu por 08 anos, segundo depoimento prestado às fls. 395/397. Por outro lado, os documentos trazidos aos autos não revelam que sua mãe fosse inexperiente ou desconhecesse o mercado. Muito pelo contrário. A mãe da autora, aos 61 anos, mantinha perfil na rede social Facebook, com postagens frequentes e comentários conforme fls. 193/199. Assim, não é verossímil crer que a mãe da autora não soubesse como enviar mensagens para seu agente de mercado. A mãe da autora firmou o termo de adesão em maio de 2012 conforme fls. 170/173 e declarou que conhecia o mercado e operava por conta própria, o que corresponde a verdade, pois já fazia investimento em ações antes da [Intermediária], tendo operado com a Corretora [•] e [•]. Na verdade, a mãe da autora apenas migrou sua carteira de ações para custódia da ora ré. A carteira de ações (fls. 33) tem composição pouco conservadora, com bem aponta a ré. Além disso, as mensagens trazidas pela própria autora, extraídas do [Intermediária] Messenger demonstram, de um lado, a existência de laços sólidos de amizade e carinho entre tia e sobrinho, mas, especialmente, evidenciam a relação entre investidor e agente, com demonstração de que a [K.M.S.] entendia e operava no mercado, dando ordens a ser cumpridas pelo agente autônomo da ré. Pelas mensagens a investidora parametrava os valores de venda ou de compra de ações e quais ações pretendia negociar. Nas mensagens há uso de termos pela investidora e seu agente como "alavancagem", "a mercado", "limite operacional", "DT", "zera no leilão", "coloca venda", "coloca compra", típicos de quem conhece e opera no mercado financeiro. As mensagens, pela própria natureza da operação em bolsa, foram trocadas com espaços de tempo, por vezes, de segundos, o que torna inviável a possibilidade de que a mesma pessoa tenha enviado a mensagem como [K.M.S.] e respondido de outro dispositivo com outro login e senha como Thompson, como se verifica de fls. 190/192. Some-se a tudo isso que em algumas mensagens, o próprio agente avisa à mãe da autora de que não teriam limite operacional para fazer o que ela pretendia, o que afasta a pretensa fraude. Analisando por outro ângulo, tem-se que a mãe da autora sempre foi avisada das operações, seja pelo agente, seja pela própria B3, que enviou, como reconhecido pela autora e demonstrado no ofício judicial, todos os avisos de operações realizados, para o endereço onde residem a autora e residiu sua falecida mãe. A comunicação, feita de forma constante, acerca das operações realizadas contradizem a hipótese de fraude. A fraude se dá por meio escuso, que se procura disfarçar. No caso dos autos, as operações foram feitas às escâncaras, com ampla e irrestrita informação. Por fim, nada existe de anormal na liquidação de posições após o óbito da mãe. Como explicitado anteriormente, a carteira de ações era composta por papéis que, em razão de escândalos e da perda de atratividade no mercado (PETROBRAS, OGX, LAEP) e crise conjuntural porque passou o país, ficaram desenquadradas do perfil de risco da mãe da autora e, por isso, em cumprimento ao contrato, forma liquidadas. Em resumo, não restou demonstrada fraude ou má gestão, má atuação ou qualquer conduta que pudesse ser atribuída à ré ou preposto que estabelecesse nexos de causalidade com o prejuízo que a autora alega ter sofrido, na qualidade de herdeira. Ausentes os pressupostos da reponsabilidade civil, não há que se falar em indenização quer por danos materiais, quer por danos de natureza extrapatrimonial. Diante do exposto, julgo improcedentes os pedidos. Condene a autora ao pagamento das custas e honorários que fixo em 10% do valor atribuído a causa. PRI." (Brasil, TJ/RJ, 33ª Vara Cível da Comarca da Capital, Processo nº: 0273823-59.2016.8.19.0001, sentença disponível em <http://www1.tjrj.jus.br/gedcacheweb/default.aspx?GEDID=0004C350A4329F50CCE6F39E428BEDC85A38C50A373B0647> . Acesso em 25.11.2021). Registro, ainda, que a sentença em questão foi confirmada em sede de apelação (Brasil, TJ/RJ, Quinta Câmara Cível, Apelação Cível nº 0273823-59.2016.8.19.0001, Relator Des. Henrique Carlos de Andrade Figueira, j. em 16.07.2020, acórdão disponível em <http://www1.tjrj.jus.br/gedcacheweb/default.aspx?UZIP=1&GEDID=0004E9B259C898D4BAF7254CE201F59B92B4C50C512A280B&USER=> . Acesso em 25.11.2021).



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.gov.br/cvm

55. Por todo o exposto, considerando o contexto fático-probatório trazido aos autos, não formo convicção favorável à tese acusatória, razão pela qual voto pela absolvição de Thompson de Oliveira Schemes da acusação de **(i)** utilização de senhas ou assinaturas eletrônicas de uso exclusivo de cliente para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico, em infração à Instrução CVM nº 497/2011, art. 13, inciso VII; e **(ii)** prática de *churning*, na condição de agente autônomo de investimento contratado pela Intermediária, no que diz respeito à carteira de ações de titularidade da investidora K.M.S. no período de julho de 2012 a janeiro de 2013, em infração à Instrução CVM nº 08/1979, inciso I c/c inciso II, alínea “c”.

56. Por fim, proponho que o resultado deste julgamento seja comunicado ao Ministério Público Federal do Estado do Rio de Janeiro, em complemento ao Ofício nº 190/2020/CVM/SGE, de 10.03.2020⁴⁷, para as providências que entender cabíveis no âmbito de sua competência.

É como voto.

Rio de Janeiro, 21 de dezembro de 2021.

Alexandre Costa Rangel

Diretor Relator

⁴⁷ Docs. SEI 0953821 e 0956130.