



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 19957.003473/2021-21

Reg. Col. 2386/21

Acusado: Francisco Frauendorf
Assunto: Atuação irregular como agente autônomo de investimento e outras alegadas irregularidades, em infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976, ao art. 2º da Instrução CVM nº 306/1999, ao art. 2º da Instrução CVM nº 558/2015, ao art. 13, incisos IV, VII e VIII, da Instrução CVM nº 497/2011, e item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979.

Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SMI em face de Francisco Frauendorf, à época agente autônomo de investimento² (“AAI”), em razão de, alegadamente, o Acusado (i) ter exercido irregularmente a atividade de administrador de carteira de valores mobiliários, em infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976³ c/c art. 2º da Instrução CVM (“ICVM”) nº 306/1999⁴ c/c art. 2º da ICVM nº 558/2015⁵ e, ainda, c/c art. 13, IV⁶, da ICVM nº 497/2011; (ii) ter recebido e utilizado senhas de investidores, em infração ao art. 13, VII, da ICVM nº 497/2011⁷; (iii) ter confeccionado e enviado, a investidores, extrato de operações, em infração ao art. 13, VIII, da ICVM nº 497/2011⁸; e (iv) ter praticado *churning*, em infração ao item I c/c item II, “c”, da ICVM nº 8/1979⁹.

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

² Neste voto será mantida a nomenclatura “agente autônomo de investimento” utilizada no TA, por ser a utilizada à época dos fatos. Após as alterações promovidas pela Lei nº 14.317/2022 na Lei nº 6.385/1976, tais participantes de mercado passaram a ser denominados “assessores de investimentos”.

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

⁴ Art. 2º. A administração de carteira de valores mobiliários consiste na gestão profissional de recursos ou valores mobiliários, sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor.

A ICVM nº 306/1999 foi revogada e substituída pela ICVM nº 558/2015.

⁵ Art. 2º. A administração de carteiras de valores mobiliários é atividade privativa de pessoa autorizada pela CVM.

A ICVM nº 558/2015 foi revogada e substituída pela Resolução CVM (“RCVM”) nº 21/2021.

⁶ Art. 13. É vedado ao agente autônomo de investimento ou à pessoa jurídica constituída na forma do art. 2º: (...) IV - contratar com clientes ou realizar, ainda que a título gratuito, serviços de administração de carteira de valores mobiliários, consultoria ou análise de valores mobiliários.

A ICVM nº 497/2011 foi revogada e substituída pela RCVM nº 16/2021.

⁷ Art. 13. É vedado ao agente autônomo de investimento ou (...): (...) VII - usar senhas ou assinaturas eletrônicas de uso exclusivo do cliente para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico.

⁸ Art. 13. É vedado ao agente autônomo de investimento ou (...): (...) VIII - confeccionar e enviar para os clientes extratos contendo informações sobre as operações realizadas ou posições em aberto.

⁹ I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes



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

2. Como relatado, este PAS teve origem na apuração de irregularidades no PA CVM nº SP 2016-331, instaurado pela SMI, a partir de Reclamação apresentada por dois Investidores, e no PA CVM nº 19957.004377/2017-13, relativo a recurso interposto pelos Reclamantes contra decisão da BSM que julgou improcedente pedido de ressarcimento feito no âmbito do MRP nº 499/2016.
3. Em apertada síntese, a SMI aduziu que o Acusado, registrado como AAI perante a CVM durante o período investigado, contratado pela Corretora entre 15.12.2015 e 07.04.2016, atuou, mesmo sem ter registro ou autorização, como administrador de carteira de valores mobiliários, em exercício irregular de tal atividade em relação aos Investidores (M.A.B.P. e S.M.O.).
4. Ademais, a SMI apontou que o Acusado recebeu e utilizou as senhas de uso exclusivo dos Investidores para transmissão de ordens por meio de plataforma de negociação *Home Broker* da Corretora, além de ter confeccionado e enviado aos Investidores extrato de operações, por duas vezes, em 11.03.2016 e 15.03.2016, em infração ao art. 13, VII e VIII, da ICVM nº 497/2011.
5. Ainda de acordo com a Acusação, Francisco Frauendorf negociou excessivamente ativos que compunham a carteira de investimento dos Investidores, com o propósito de auferir vantagem financeira indevida que consistia em percentual das receitas de corretagem referentes a tais negócios, em detrimento dos interesses desses clientes, prática fraudulenta conhecida como *churning*, em infração ao disposto no item I c/c item II, alínea “c”, da ICVM nº 8/1979.
6. Feita esta breve introdução, passo à análise do caso.

II. PRELIMINAR

7. Inicialmente, cabe afastar, de plano, a alegação do Acusado de que a aplicação de eventual penalidade pela CVM no âmbito deste PAS configuraria violação ao princípio *ne bis in idem*, em razão de Francisco Frauendorf já ter sido condenado a ressarcir os Investidores em decisão transitada em julgado, uma vez que eventual responsabilidade administrativa não se confunde com a civil, tenha essa se refletido tanto no ressarcimento no âmbito do MRP, como detalhado no Relatório, quanto na indenização complementar obtida pelos Investidores por via judicial.
8. A propósito da independência das esferas, a CVM já se manifestou, reiteradamente, no sentido de que a responsabilidade decorrente de determinados ilícitos pode se dar, simultaneamente, nas esferas civil, penal e administrativa, a depender de sua natureza¹⁰. Tais

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 equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil 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.

A ICVM nº 8/1979 foi revogada e substituída pela RCVM nº 62/2022.

¹⁰ P.ex., PAS CVM SP2011/233, j. 25.03.2014, PAS CVM RJ2013/1852, j. 06.10.2015 e PAS CVM RJ2015/5002, j.



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

esferas são independentes e têm, à luz das normas aplicáveis, repercussões e competências de apreciação diversas e visam tutelar diferentes bens jurídicos, sendo que, quanto aos ilícitos em tela, a responsabilidade civil e a penal são apreciadas, em regra, pelo Poder Judiciário.

9. Na esfera administrativa, por sua vez, no âmbito da autorregulação, a atuação da BSM se deu em bases mais restritas e, de todo modo, tampouco restringe a competência da CVM para processar e punir o Acusado pelos ilícitos administrativos em tela. Consoante apontado no Relatório, o PAD BSM nº 24/2017 tratou apenas do descumprimento da vedação do art. 13, VII, da ICVM nº 497/2011, por Francisco Frauendorf, em razão da utilização de senhas e assinaturas eletrônicas de uso exclusivo dos Investidores, no período de 31.07.2015 a 16.03.2016¹¹.

10. Como igualmente detalhado no Relatório, no âmbito de tal processo, em decisão já transitada em julgado, Francisco Frauendorf foi condenado, pela referida infração ao art. 13º, VII, da ICVM nº 497/2011, ao pagamento de multa de R\$200.000,00, em caráter definitivo¹². A sanção aplicada pela BSM não exclui, porém, a apreciação pela CVM neste PAS. De todo modo, será considerada para fins de dosimetria da pena, em linha com o disposto no art. 62, parágrafo único, da Resolução CVM (“RCVM”) nº 45/2021, como refletido na seção final deste voto.

11. Pelo exposto, voto pela rejeição da preliminar suscitada.

III. MÉRITO

12. Para analisar o mérito deste PAS, divido as questões objeto de exame de acordo com a ordem das diferentes imputações de responsabilidade feitas ao Acusado, pela SMI, no TA.

a) Exercício Irregular de Administração de Carteira

13. O exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários está sujeito à prévia autorização da CVM, como estabelecem o art. 23, *caput*, da Lei nº 6.385/1976 e o art. 2º da ICVM nº 306/1999 (vigente à época dos fatos ocorridos até 03.01.2016) e art. 2º da ICVM nº 558/2015 (vigente à época dos fatos ocorridos a partir de 04.01.2016). Além disso, especificamente para os AAIs, vigia regra específica (art. 13, IV, da ICVM nº 497/2011) que vedava ao AAI a prestação de tal serviço. Como constatado pela consulta aos registros da CVM, Francisco Frauendorf não tinha autorização da CVM para o exercício dessa atividade profissional.

14. A fim de verificar se as condutas praticadas por Francisco Frauendorf configuraram a

15.03.2016.

¹¹ Cópia do PAD BSM foi juntada aos autos do PA CVM nº SP-2016-331 (Doc. 1030592), tendo todos os documentos sido juntados a este PAS (Doc. 1281979).

¹² A decisão da Instância Recursal do Conselho de Supervisão da BSM está disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2017-024-pad>.



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

prática da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, cabe analisar este caso à luz dos diversos precedentes julgados pela CVM¹³. Em síntese, como já discorri no âmbito do PAS CVM nº 19957.004928/2020-44¹⁴, de que fui relatora, são necessários quatro elementos para que se configure a atividade de administração de carteira de valores mobiliários, quais sejam: (i) a gestão; (ii) em caráter profissional; (iii) de recursos entregues ao administrador; e (iv) com autorização para compra e venda de valores mobiliários por conta do investidor.

15. Assim, passo a analisar se esses elementos estão presentes no caso concreto.

(i) *Gestão*

16. No que tange ao primeiro requisito, a gestão compreende a tomada das decisões de investimento propriamente ditas, pressupondo, como reconhecido pelo Colegiado, a “*liberdade para estabelecer uma estratégia de investimento e, dentro dessa estratégia, executar os passos necessários para sua efetivação, comunicando-os ao cliente posteriormente*”¹⁵.

17. No caso concreto, a conclusão quanto à ampla liberdade concedida pelos Investidores ao Acusado para escolher os ativos e as quantidades a serem negociados e o momento das operações deflui do conjunto probatório juntado aos autos, em especial das diversas declarações, orais e por escrito, do próprio Acusado. Destaca-se o seu depoimento no Inquérito Policial¹⁶, as declarações no âmbito do PAD BSM nº 24/2017 e o conjunto de mensagens trocadas entre Francisco Frauendorf e M.A.B.P. De forma exemplificativa, reproduzo os seguintes trechos dos esclarecimentos prestados no referido Inquérito:

*“(...) [realizou] operações de investimento na forma da legislação e regulamentação em vigor, expressamente autorizadas por eles, inclusive, **com a liberação de senha, no âmbito de sua discricionariedade**, com plena assunção, por eles, dos riscos,*

¹³ Nesse sentido, p.ex., PAS CVM nº RJ2006/4778, Dir. Rel. Pedro Marcilio, j. em 17.10.2006; PAS CVM nº RJ2008/10181, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 31.03.2009; PAS CVM nº RJ2009/10246, Dir. Rel. Alessandro Broedel, j. em 09.11.2010; PAS CVM nº RJ2011/940, j. em 10.07.2012, e PAS CVM nº RJ2012/9490, j. em 10.03.2015, em ambos Dir.^a. Rel.^a. Luciana Dias; PAS CVM nº RJ2014/11558, j. em 11.08.2015, e PAS CVM nº RJ2014/8297, j. em 08.09.2015, em ambos Dir. Rel. Pablo Renteria; PAS CVM nº SP2012/0480, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 06.10.2015; PAS CVM nº RJ2014/2797, j. em 27.09.2016, e PAS CVM nº RJ2014/12921, j. em 10.02.2017, e PAS CVM nº SP2014/014, j. em 12.09.2017, nesses três Dir. Rel. Pablo Renteria; PAS CVM nº 22/2013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 18.09.2018; PAS CVM nº 04/2014, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 26.12.2018; PAS CVM nº 17/2013, j. em 25.06.2019, PAS CVM nº 19957.006012/2016-42, j. em 19.11.2019, PAS CVM nº 04/2015, j. em 15.09.2020, e PAS CVM nº 19957.004928/2020-44, j. em 28.09.2021, esses quatro de minha relatoria; PAS CVM nº 19957.003610/2020-46, j. em 09.11.2021, PAS CVM nº 19957.003560/2020-05, j. em 09.11.2021, e PAS CVM nº 19957.002344/2021-15, j. em 25.10.2022, nesses três Dir. Rel. Alexandre Rangel; PAS CVM nº 19957.009400/2019-28, de minha relatoria, j. em 31.01.2023; PAS CVM nº 19957.010926/2022-56, Rel. Pres. João Nascimento, j. em 28.02.2023; PAS CVM nº 19957.011015/2022-46, de minha relatoria, j. em 25.04.2023; e PAS CVM nº 19957.012126/2022-70, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 06.06.2023.

¹⁴ PAS j. em 28.09.2021.

¹⁵ PAS CVM nº SP2014/465, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 06.11.2018.

¹⁶ Doc. 1281979, arquivo “[01]-0579366_Processo”, fl. 88.



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

especialmente os de suportar perda financeira em decorrência de liquidação das operações, em face da imprevisibilidade e da volatilidade, próprias do conjunto das operações, a partir de contas mantidas por eles junto à [Corretora].”

“(…) que operava as senhas de [M.A.B.P.] e [S.M.O.] livre e espontaneamente fornecida por eles e o [M.A.B.P.] acompanhava, diariamente, mediante log in todas as operações.”

*“(…) **decidia o que comprar**, porém sempre com o acompanhamento do [M.A.B.P.] e os indicadores de mercado e do site [T. R.] (…).”*

“[realizou] operações de investimento na forma da legislação (...) com a liberação de senha (...) com plena assunção [pelos Reclamantes] dos riscos.”

(ii) Caráter profissional

18. A gestão dos recursos dos Investidores pelo Acusado ocorreu de forma profissional, eis que era cumulada com a atividade de AAI, de forma simultânea, durante todo o período das operações. Cabe também reconhecer que era remunerada, pois o AAI recebia parte da receita auferida pela Corretora. Ainda que tais recursos tivessem o objetivo de remunerar a atividade de AAI, fato é que o controle das operações levou, no caso concreto, como apontado no Relatório e analisado mais adiante, a um giro excessivo da carteira, que seria incompatível com a forma tradicional de um AAI operar com clientes.

19. Com o controle das operações, ainda que monitorado periodicamente pelos Reclamantes, as receitas advindas das ordens comandadas pelo AAI eram provenientes não do exercício regular das atribuições contempladas na ICVM nº 497/2011, mas sim das atividades de gestão. Cabe destacar, além de outras provas juntadas aos autos, o apurado no Inquérito Policial acerca da atuação do Acusado (corroborado com o disposto no contrato de distribuição firmado entre o AAI e a Corretora, intermediário ao qual ele estava vinculado¹⁷): *“sua remuneração (...) era um percentual da taxa gerada pela aplicação dos clientes cadastrados junto à [Corretora]”*.

20. Assim, a meu ver, o conjunto fático-probatório trazido aos autos evidenciou claramente que a atuação do Acusado ocorreu no exercício de atividade profissional, com a continuidade da prestação dos serviços por pelo menos 7 (sete) meses, como se observa das comunicações eletrônicas trocadas entre o AAI e os Reclamantes. Nesse sentido, ao ter sua remuneração parametrizada pela quantidade de operações e natureza dos valores mobiliários, os atos de gestão das Carteiras, no período, também estavam sendo remunerados.

(iii) Recursos entregues ao administrador

21. Em relação aos recursos entregues pelos Investidores, restou evidenciado que o Acusado

¹⁷ No PA CVM 19957.004377/2017-13, o Doc. 0757109 contém o conteúdo de mídia digital (CD), incluindo uma pasta de arquivos (“Documentos AAI”) em que se pode acessar os contratos firmados entre o AAI e a Corretora.



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

tinha controle sobre as contas dos referidos clientes, a partir do acesso aos dados de *login* e às senhas dos Investidores para acesso ao *home broker*, efetivamente utilizadas para comandar operações em nome dos Reclamantes, ainda que com certo acompanhamento por parte deles, a partir de prestações de contas encaminhadas a M.A.B.P. por meio de mensagens eletrônicas.

22. Registro que, em linha com entendimento há muito sedimentado pelo Colegiado em casos similares¹⁸⁻¹⁹⁻²⁰⁻²¹, não é imprescindível a entrega física de numerário na conta do Acusado, sendo o mesmo efeito produzido pelo fornecimento ao Acusado de *login* e senha de uso exclusivo dos Investidores (como abordado mais adiante, por indução do Acusado).

23. Em suma, em linha com os precedentes, entendo que o elemento da entrega de recursos ao gestor irregular está presente no caso concreto.

(iv) Autorização para aquisição e alienação de valores mobiliários por conta do investidor

¹⁸ V. PAS CVM nº RJ2008/10181, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 31.03.2009: “Neste ponto quero destacar que a entrega de recursos ou valores mobiliários não pressupõe, por óbvio, a entrega física dos recursos ao administrador, tampouco que tais recursos transitem necessariamente pelo administrador. O termo “entregar”, no caso, é utilizado no sentido de “por(-se) à guarda ou proteção de; confiar(-se)”, uma das acepções do verbo de acordo com o Dicionário Houaiss. Dessa forma, para a caracterização da atividade de administração de carteira, o que se exige é que o suposto administrador tenha, sob sua confiança, recursos ou valores mobiliários do investidor para que, em nome do investidor, possa geri-los. Ademais, para que se caracterize a administração de carteira de valores mobiliários, o gestor deve ter a faculdade de comprar ou vender valores mobiliários em nome e por conta do investidor de forma profissional, (...)”

¹⁹ V. PAS CVM nº RJ2008/12088, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 09.02.2009: “(...) entrega de recursos ou valores mobiliários não pressupõe, por óbvio, a entrega física dos recursos ao administrador, tampouco que tais recursos transitem necessariamente pelo administrador. O termo ‘entregar’, no caso, é utilizado no sentido de ‘por à guarda ou proteção de; confiar’, uma das acepções do verbo de acordo com o Dicionário Houaiss. Dessa forma, para a caracterização da atividade de administração de carteira, o que se exige é que o suposto administrador tenha, sob sua confiança, recursos ou valores mobiliários do investidor para que, em nome do investidor, possa geri-los.”

²⁰ V. PAS CVM nº RJ2008/10874, Dir. Rel. Otávio Yazbek, j. em 28.04.2009: “Tendo em vista as circunstâncias do caso concreto, reputo importante retomar, aqui, o tema da entrega de recursos ao administrador como um dos elementos constitutivos da “administração de carteira de valores mobiliários”, conforme já abordado em meu voto no (...) PAS CVM nº RJ 2008/10181. Em linha com o que consignei à época, acredito que, ainda que tal elemento conste da definição de atividade de administração estabelecida pela citada Instrução CVM nº 306/99, referida caracterização destina-se a uma finalidade distinta – a de delimitar o campo de atuação dos administradores autorizados na forma daquele normativo. Quando se trata de gestão irregular, não se está falando da atividade regularmente autorizada, mas sim de relações concretas, em que ocorre efetiva gestão de carteira mas que são sempre marcadas por peculiaridades. Por esta razão, me parece claro que o arranjo existente entre os Acusados e seus clientes – por meio do qual estes depositavam os valores diretamente em favor das corretoras e meramente se obrigavam a transferir seu *login* e senha do sistema *home broker* a [M.A.], que emitia as ordens e operava remotamente – constitui efetiva transferência de gestão, mesmo que não tenha ocorrido entrega de dinheiro pelo investidor diretamente ao administrador.”

²¹ V. PAS CVM nº SP2014/014, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 12.09.2017: “14. Nesse sentido, o Diretor-Relator Eli Loria, em voto proferido no PAS CVM nº RJ2008/10181, esclarece que: ‘(...) para a caracterização da atividade de administração de carteira, o que se exige é que o suposto administrador tenha, sob sua confiança, recursos ou valores mobiliários do investidor para que, em nome do investidor, possa geri-los.’ 15. Assim, tal aspecto traduz-se, no presente caso, no controle exercido por [D.C.] sobre os recursos dos Reclamantes, valendo-se indevidamente do contrato firmado entre (...) para emitir ordens em nome e à conta daqueles.”



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

24. No que se refere à autorização dos Investidores, suas declarações, cumuladas com as do próprio Acusado, como indicadas no Relatório, demonstram que esse elemento restou configurado, não apenas pela cessão de dados de *login* e senha de acesso ao sistema de *home broker* pelos Reclamantes, mas também da análise da dinâmica das interações mantidas entre o AAI e os Reclamantes, que, claramente, conferiram poder ao Acusado para realizar as operações em nome dos Reclamantes, ainda que sob seu acompanhamento.

25. Dessa forma, concluo que restaram evidenciados elementos de autoria e materialidade suficientes para configurar a violação pelo Acusado ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c art. 2º da ICVM nº 306/1999 e art. 2º da ICVM nº 558/2015 c/c art. 13, IV, da ICVM nº 497/2011.

b) Uso pelo Acusado de senhas eletrônicas dos Investidores

26. Francisco Frauendorf também foi acusado de ter utilizado senha eletrônica de uso exclusivo dos investidores M.A.B.P. e S.M.O. para transmissão de ordens por meio de sistema de *home broker*, durante o período objeto deste PAS, em infração ao art. 13, VII, da ICVM nº 497/2011.

27. A imputação em questão é fundamentada nos elementos fáticos acima detalhados que corroboram que o Acusado detinha o controle sobre as operações cursadas em nome dos Investidores, tendo, como dito, o próprio Acusado afirmado, em depoimento no Inquérito Policial, que realizou “*operações de investimento na forma da legislação (...) expressamente autorizada por eles, inclusive, com a liberação de senha (...) com plena assunção [pelos Investidores] dos riscos*”; que “*operava as senhas de [M.A.B.P. e S.M.O.] livre e espontaneamente fornecida por eles e [M.A.B.P.] acompanhava, diariamente, mediante log in todas as operações*”; e que “[M.A.B.P. e S.M.O.] *poderiam a qualquer momento modificar as senhas, ou ainda não permitirem as operações que lhe eram avisadas por [ele]*”.

28. No mesmo sentido, tem-se as declarações do Acusado no âmbito do PAD BSM nº 24/2017, em que Francisco Frauendorf foi condenado por essa mesma infração²², tendo aduzido que os Investidores o autorizaram “*livre e espontaneamente, expressamente, no exercício de sua própria discricionariedade, a realizar todas as operações, através do home broker*”, bem como as mensagens trocadas entre o AAI e M.A.B.P, corroboradas pelas operações realizadas em mercado, além da manifestação de Francisco Frauendorf em resposta ao Ofício nº 59/2021/CVM/SMI/GME.

29. Diante do conjunto fático-probatório colacionado, não parece subsistir dúvida sobre o que de fato ocorreu no caso concreto, já que, quanto a esse ponto, não há controvérsia, sendo convergentes as declarações do Acusado e dos Investidores quanto ao compartilhamento das

²² Em decisão transitada em julgado, no PAD BSM nº 24/2017, Francisco Frauendorf foi condenado por infração ao art. 13º, VII, da ICVM nº 497/2011, após recurso, ao pagamento de multa no valor de R\$ 200.000,00.



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

senhas. A contestação do Acusado diz respeito às repercussões do fato de que os Investidores as cederam em ato discricionário e livre. A questão merece ser examinada para distinguir situações fáticas diversas, com diferentes repercussões no campo da responsabilidade administrativa.

30. O argumento é duplamente falacioso.

31. Primeiramente, como bem apontado no TA, os Reclamantes asseveraram, na Reclamação, que cederam suas senhas porque o Acusado teria lhes informado que a prática de usar a senha do *home broker* dos clientes era praxe em relação a investidores com maior capital investido. Se fosse procedente o quanto informado, restaria claro que qualquer AAI que assim orientasse os clientes concorreria para induzi-los em erro, a ponto de poder ser considerado um ardil para que o profissional, de posse dessas informações, pudesse ter o controle efetivo das operações, além de, simultaneamente, dissimular sua atuação perante os controles do intermediário, que poderia não detectar que as ordens comandadas em seus sistemas não eram genuinamente dos clientes.

32. A propósito, vale destacar o quanto aduzido na Reclamação perante a CVM:

“Seguindo ainda a recomendação de Francisco [Frauendorf], e, tendo em vista o desconhecimento que possuíam do mercado de financeiro de capitais, os Autores disponibilizaram a Francisco [Frauendorf] a senha que dava acesso a tais contas, **tendo este, inclusive, feito o cadastro de tais senhas**, conforme documento **manuscrito** por Francisco [Frauendorf], para que este pudesse realizar as movimentações financeiras necessárias à manutenção dos rendimentos dos autores

Repisa-se que Francisco [Frauendorf] explicou que a prática de usar a senha do *home broker* dos clientes era uma **praxe comum** para os clientes com maior capital investido. Cabe destacar, neste ponto, que [M. A.B.P.] foi até a residência de Francisco, local onde também funcionava o seu escritório, e que o próprio Francisco fez o cadastro das senhas dos Autores – deixando registrado em documento **escrito, com a letra de Francisco [Frauendorf]**, as anotações cadastrais pessoais deles.”²³ (grifos aditados)

33. Não obstante tais afirmações constituírem indícios importantes, essas ganham força probatória ainda maior ao se analisar o documento manuscrito, juntado aos autos pelos Reclamantes: um boleto de pagamento, em nome de S.M.O., datado de 15.07.2015, que contém, de fato, anotações a caneta. Verifica-se que essas anotações contêm os números das contas dos dois referidos clientes²⁴, além de menções a senhas. Trata-se de elemento de prova que converge com o afirmado e aponta, de forma consistente, para concluir pela veracidade da narrativa trazida na Reclamação.

²³ Conforme a Reclamação dos Investidores, constante do PA CM nº SP-2016-331, juntado a este PAS no Doc. 1281979. A petição inicial consta do arquivo “[01]-0579366_Processo”, e o trecho acima consta das fls. 5-6.

²⁴ Os autos do PA CVM nº 19957.004377-2017-13, encartado a este PAS no Doc. 1282001, contém dispositivo em mídia que encartado no Doc. 0757109 (Anexo_1_CD_Defesa) em que consta mensagem de 08.11.2016, encaminhada pelo Compliance da Corretora, por meio da qual são encaminhadas duas telas de “Pesquisa de Perfil do Investidor”, uma de S.M.O. e outra de M.A.B.P, nelas constando os mesmos códigos de cliente referidos acima.



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

34. Tendo assim agido influenciados por percepção equivocada da realidade (ao receber orientação de que determinada prática era lícita e comum, quando não o era), não deve ser tido como atuante no pleno exercício de sua liberdade de decisão. Admitir o contrário seria, em boa medida, validar o ardid ao permiti-lo como argumento de defesa de quem induziu terceiro a erro, em violação ao princípio da vedação ao benefício da própria torpeza.

35. Em segundo lugar, tampouco se deve acolher argumento que implique admitir que o AAI desconhecesse as vedações a ele aplicáveis, ainda mais quando o próprio contrato de distribuição e mediação de valores mobiliários por ele firmado com a Corretora estabelece para o AAI a obrigação contratual de “*informar os Clientes do Agente das vedações impostas aos agentes autônomos de investimento pela Instrução CVM n. 497*” (cláusula 3.4.2., alínea “d”)²⁵. O AAI, evidentemente, não operava em erro quanto à existência da vedação de natureza regulatória.

36. Concluo, portanto, que os elementos de informação obtidos pela Acusação não apenas se prestam a comprovar a infração em tela, mas oferecem um conjunto de circunstâncias que qualificam a maior gravidade da conduta, no caso em concreto, tendo em vista a conduta do AAI voltada a induzir os clientes em erro quanto à praxe de mercado. Nesse sentido, as provas permitem desenhar um quadro de iniciativa do profissional, que inclusive participou do cadastro das senhas cujo acesso lhe é vedado, o que permite presumir, logicamente, que houve um agir proativo e consciente que criou uma percepção equivocada da realidade pelos Investidores e nesse erro os manteve durante o período em que realizadas as operações.

37. Improcede, portanto, a alegação de que as senhas teriam sido fornecidas “*em livre e regular exercício da discricionariedade e liberalidade deles investidores*”, cabendo reconhecer como irrefutável, a partir da análise dos autos, a comprovação de que o Acusado se utilizou de senha de uso exclusivo dos Investidores, em infração ao disposto no art. 13, VII, da ICVM nº 497/2011.

38. Destaque-se, ainda, que a regra descumprida foi erigida justamente para coibir práticas que se encontravam disseminadas no mercado quando da edição da ICVM nº 497/2011, num contexto de grande crescimento do mercado, do número de AAI e pressões concorrenciais. Naquele momento, a CVM, inclusive a partir do recebimento de diversas reclamações, constatou ser comum o entendimento entre investidores de que seriam clientes do AAI e que, em alguns casos, a corretora seria mera prestadora de serviços acessórios ao agente autônomo de investimentos, que supostamente seria o principal responsável pelos investidores.

39. Exatamente com vistas a combater tais condutas, com amplos efeitos deletérios, que a vedação em tela foi instituída, não se tratando, assim, de regra meramente formal, mas sim de

²⁵ No PA CVM nº 19957.004377/2017-13 (Doc. 0757109).



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

conteúdo substancial, que concretiza escolha da CVM, dentro de uma estratégia regulatória para coibir práticas irregulares e disseminadas no mercado. Com efeito, a gestão irregular de carteira pelo AAI poderia ocorrer pelo próprio acesso das senhas dos clientes, como descrito no Edital de Audiência Pública nº 03/10, em textual:

“dentre tais práticas, encontram-se (i) tanto a gestão propriamente dita (por meio da emissão de ordens pelos agentes autônomos de investimento **ou do uso, por eles, das senhas de home broker/WtR dos próprios clientes**), como (ii) a colocação dos agentes autônomos, nas fichas cadastrais dos clientes por eles apresentados, como representantes destes para uma série de fins”²⁶. (grifos aditados)

c) **Confecção e envio de extratos pelo AAI**

40. A SMI, a partir da análise de mensagens trocadas entre Francisco Frauendorf e M.A.B.P.²⁷, também propôs a responsabilização do Acusado pela confecção e envio, em duas oportunidades (11.03.2016 e 15.03.2016), de extratos contendo informações sobre as operações realizadas em nome dos Investidores, prática vedada aos AAIs pelo art. 13, VIII, da ICVM nº 497/2011.

41. Insta salientar que a vedação de “*confecionar e enviar para os clientes extratos contendo informações sobre as operações realizadas ou posições em aberto*” tem por objetivo assegurar que essa atividade fique estritamente a cargo dos intermediários, que são os responsáveis perante os investidores, inclusive em razão dos atos praticados pelos agentes autônomos²⁸, estando em linha com a política regulatória que a Autarquia pretendeu reforçar com a ICVM nº 497/2011.

42. Quanto a esse ponto, em sua resposta ao Ofício nº 59/2021/CVM/SMI/GME, Francisco Frauendorf se limitou a alegar que os extratos eram enviados pela Corretora aos Investidores. O Acusado também alegou, em sua defesa, que M.A.B.P. acompanhava diretamente todas as operações e conversava diariamente com o Acusado sobre os resultados obtidos, além de contar, para fins de monitoramento, com as notas de corretagem enviadas pela Corretora, extratos de custódias da BM&FBovespa, aviso de negociação de ativos, extratos de conta corrente, etc.

43. Observo, contudo, que há nos autos provas suficientes para concluir que Francisco Frauendorf confeccionou e enviou extratos aos Investidores, como se pode depreender das mensagens enviadas pelo Acusado ao investidor M.A.B.P.²⁹, ao menos nas ocasiões citadas pela Acusação (11.03.2016 e 15.03.2016), contendo planilhas com informações sobre operações que ele realizou em nome dos Investidores nos dias 7, 8, 9, 10, 11, 14 e 15 de março de 2016, as quais

²⁶ https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2010/sdm0310-edital.pdf.

²⁷ Imagens e áudio de Francisco Frauendorf discorrendo acerca das imagens em Doc. 0757114, pasta anexo IV.

²⁸ Art. 15. A instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários responde, perante os clientes e perante quaisquer terceiros, pelos atos praticados por agente autônomo de investimento por ela contratado.

²⁹ Doc. 0757114, pasta anexo IV, arquivos “IMG_0531”, “IMG_0531”, “2016-03-11-PHOTO-00000309”, “IMG_0536”, “IMG_0538”, “IMG_0539” e “2016-03-15-PHOTO-00000355”.



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

indicavam os valores referentes ao “lucro líquido” de cada dia obtido nas operações e os valores estimados de imposto de renda incidente sobre o resultado das operações.

44. Ademais, o Acusado afirmou, em áudio, que as planilhas por ele enviadas constituíam “*um controlezinho que eu resolvi fazer hoje até para monitorar meu dia-a-dia. Isso aí são os lucros líquidos de cada dia*”³⁰ e que “*no Excel que eu estou controlando aqui, eu coloquei o lucro de aproximadamente cinquenta mil. Eu coloquei de cinza porque é um valor a confirmar, eu sempre vou me basear no valor da nota de corretagem, certinho, e em azul eu coloquei aproximadamente o imposto de renda em cima desses lucros aí, que é dezanove por cento do total da semana, porque um por cento já é retido na fonte e os outros dezanove por cento tem que pagar em DARF. Então fiz cálculos ali aproximados do lucro líquido do mês que está em cento e oito mil.*”³¹

45. Além disso, corroboram o fato de que o Acusado elaborou o conjunto de informações disponibilizadas as declarações que prestou no Inquérito Policial, ao alegar que “*a pedido de [M.A.B.P.], que monitorava e acompanhava, diariamente, as operações com mais detalhes, pedia ao [AAI] que mandasse os resultados, o que optou por fazer através de planilhas.*”³²

46. Cabe ressaltar que, para a caracterização da infração, não é necessário que se comprove que as informações foram propositalmente manipuladas pelo agente autônomo, mas tão somente que foram por ele elaboradas³³, o que restou comprovado no presente caso.

47. Pelo exposto, entendo que o Acusado deve ser responsabilizado pela referida infração.

d) Prática de operação fraudulenta - Churning

48. Por fim, Francisco Frauendorf foi acusado pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários em razão da alegada negociação excessiva – ou *churning* – quanto à carteira de valores mobiliários de titularidade de S.M.O., no período de 31.07.2015 a 16.03.2016.

49. Como ressaltado pela Acusação, a prática de *churning* é usualmente conceituada como a modalidade de fraude “*realizada por pessoas que, atuando com controle sobre recursos de terceiros, realizam excessivos negócios em nome do cliente, visando não ao melhor interesse do cliente, mas a gerar taxas e comissões para si ou para outrem*”.

50. Consoante precedentes do Colegiado da CVM³⁴, a configuração do ilícito exige a

³⁰ Doc. 0757114, pasta anexo IV, arquivo de áudio “2016-03-11-AUDIO-00000310”.

³¹ Doc. 0757114, pasta anexo IV, arquivo de áudio “2016-03-15-AUDIO-00000356”.

³² Doc. 1281979, arquivo “[01]-0579366_Processo”, fls. 89 e 90.

³³ PAS CVM nº 19957.004737/2017-87, j. em 22.10.2019, Rel. Pres. Presidente Marcelo Barbosa.

³⁴ P.ex., PAS CVM nº 21/2013, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 29.03.2022; PAS CVM nº RJ2020/01228, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 21.12.2021; PAS CVM nº 04/2016, j. em 15.12.2020, PAS CVM nº RJ2016/7486, j. em 18.06.2019, e PAS CVM nº SP2014/0465, j. em 06.11.2018, nesses três Dir. Rel. Gustavo Gonzalez; PAS CVM nº SP2014/382, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 09.10.2018; PAS CVM nº 22/2013, j. em 18.09.2018, PAS CVM 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

comprovação cumulativa dos seguintes elementos objetivos: (i) o controle sobre as operações cursadas em nome do investidor; (ii) o giro excessivo da carteira de investimentos, à luz do perfil do cliente; e (iii) a intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões³⁵. Destaque-se, ainda, no aspecto subjetivo, tratar-se de conduta dolosa, como se afigura quanto a todas as infrações previstas na ICVM nº 8/1979.

(i) Controle sobre as operações cursadas em nome do investidor

51. No que se refere ao controle dos recursos, entendo, em linha com a Acusação, que caracterizou-se pelo fato de o Acusado ter atuado com ampla liberdade, dada pelos Investidores, para escolher o momento de iniciar e encerrar posições de investimentos, os ativos e as quantidades a serem negociadas, bem como a direção (compra ou venda) a ser assumida, como referido anteriormente neste voto. Além disso, os depoimentos dos Investidores deixaram claro que o Acusado era o responsável e detinha o controle sobre a realização de negócios em seu nome.

52. Em resposta ao Ofício nº 59/2021/CVM/SMI/GME, o Acusado alegou que não houve *churning*, uma vez que não teria recebido comissão pelas operações feitas no período de março a abril de 2016 e que as aplicações, tanto pessoais quanto dos Investidores, resultaram em prejuízos.

53. O Acusado limitou-se a negar ter recebido comissão sobre a corretagem auferida em relação a apenas uma pequena parte do período das operações, o que, mesmo que fosse confirmado, não afastaria a irregularidade nos dois meses citados, e, claramente, não teria qualquer efeito fora de tal prazo. Ademais, não se exige, para caracterizar a consumação da prática de *churning*, a efetiva obtenção de vantagem de natureza patrimonial pelo autor do ilícito.

(ii) Giro excessivo da carteira de investimentos à luz do perfil do cliente

54. Em relação ao segundo requisito, a Acusação se valeu dos indicadores de adoção consolidada pelos precedentes do Colegiado da CVM e em análises anteriores tanto do autorregulador – BSM – quanto da SMI, dos chamados “*Turn-Over Ratio*” (“TR”), relativo à taxa de giro da carteira, e “*Cost-Equity Ratio*” (“C/E”), referente à razão custo sobre patrimônio.

55. Como já me manifestei em outras oportunidades, em que pese não sejam os únicos elementos a serem aferidos para a caracterização desse tipo de infração, as apurações conduzidas tanto no exterior quanto no Brasil revelam a importância fundamental dos indicadores TR e C/E.

RJ2015/6143, j. em 24.04.2018, e PAS CVM nº 11/2013, j. em 30.01.2018, nesses três Dir. Rel. Gustavo Gonzalez; PAS CVM nº RJ2014/12921, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 10.02.2017; PAS CVM nº SP2012/480, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 06.10.2015; e PAS CVM nº 24/2010, Dir.^a Rel.^a Ana Novaes, j. em 27.05.2014.

³⁵ Tais elementos se coadunam com os requisitos de operação fraudulenta previstos na ICVM nº 8/1979, quais sejam, (i) a utilização de ardil ou artifício (realização de elevado número de negócios que não seguem lógica econômica tampouco se mostravam compatíveis com o perfil dos investidores), (ii) destinado a induzir ou manter terceiros em erro (realização de negócios sem autorização dos clientes) e (iii) com a finalidade de obter vantagem econômica ilícita.



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

56. Neste caso, à luz da exorbitância dos indicadores apurados, sequer cabem considerações, a meu ver, quanto a eventuais discrepâncias que poderiam conduzir a dúvidas sobre os resultados a depender da metodologia de cálculo. Ainda que tais indicadores não sejam suficientes para, por si só e independentemente de quaisquer outros aspectos, impor uma condenação, em razão de sua magnitude, não se pode deixar de considerar o peso muito significativo que representam, neste PAS, como fortes indícios de *churning*, como uma presunção relativa quanto à sua ocorrência³⁶.

57. Partindo diretamente para a análise dos indicadores apurados pela BSM, verifica-se haver forte indicação de *churning* quanto à carteira de S.M.O., como bem apontou a Acusação:

Tabela 1 – Indicadores de *Churning* da carteira de M.A.B.P.

Carteira Média (R\$) A	Volume de Compras (R\$) B	Custos Totais (R\$) C	Resultado Líquido (R\$) D	Turnover Ratio B/A	Cost-Equity Ratio (%) C/A	Rentabilidade (%) D/A
1.378.393,40	8.185,00	73,15	648,85	0,006	0,01%	0,05%

Tabela 2 – Indicadores de *Churning* da carteira de S.M.O.

Carteira Média (R\$) A	Volume de Compras (R\$) B	Custos Totais (R\$) C	Resultado Líquido (R\$) D	Turnover Ratio B/A	Cost-Equity Ratio (%) C/A	Rentabilidade (%) D/A
708.242,27	59.502.314,69	297.347,34 ^a	(2.109.795,54)	84	42%	(298%)

58. Como mencionado anteriormente, os cálculos realizados pela BSM, para análise do caso concreto, foram ajustados pela SMI, para considerarem o período das operações, de aproximadamente 7,5 meses, e as despesas reais incorridas (a partir das notas de corretagem). Com essas alterações, há significativa piora nos indicadores, a partir da perspectiva da investidora:

Carteira Média (R\$) A	Volume de Compras (R\$) B	Custos totais (R\$) C	Corretagem e taxas operacionais auferidas pela Corretora D	Turnover Ratio ((B/A) x (12 / 7,5))	Cost-to-equity ratio ((D/A) x (12 / 7,5))	Cost-to-equity ratio ((C/A) x (12 / 7,5))
708.242,27	59.502.314,69	274.918,85	198.878,72	134,42	44,93%	62,11%

³⁶ Apenas a título ilustrativo, transcrevo o seguinte trecho do Ofício-Circular nº 5/2019-CVM/SMI, que remete à jurisprudência do Colegiado da CVM: “7. Os precedentes ressaltam que não se pode, à luz da legislação vigente, definir métricas puramente objetivas para a mensuração do giro excessivo. Destaca-se, nesse sentido, que o perfil do investidor é a melhor medida para aferir se o giro foi, de fato, excessivo. Nesse sentido, veja-se por exemplo o Processo Administrativo Sancionador 11/2013, julgado pelo Colegiado da CVM em 30/01/2018. 8. Não obstante, a literatura especializada e a jurisprudência, daqui e do exterior, se valem de indicadores do *churning*, dentre os quais destacam-se, por sua ampla utilização: a) Taxa de giro da carteira (Turnover Ratio: ‘TR’) b) Razão do custo sobre patrimônio (Cost/Equity Ratio: ‘C/E’) 9. Os indicadores objetivos, tais como o ‘TR’ e o ‘C/E’, fornecem apenas indícios de *churning* e nem sempre bastarão para demonstrar a prática do ilícito. Em outras palavras, o fato de a carteira ter sido movimentada em volume superior à média de mercado, ou os custos incorridos nas negociações terem consumido uma parcela expressiva do patrimônio investido, não demonstram, por si só, uma irregularidade, e, sim, uma presunção relativa de irregularidade.”



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

59. Pelos números apontados acima, portanto, os patamares em geral considerados para a caracterização de *churning* (TR acima de 8 e C/E acima de 21%) foram em muito superados nas operações realizadas pelo Acusado: (i) o TR para a carteira de S.M.O. ficou em 134,42; e (ii) os C/E, por sua vez, ficaram entre 44,93% e 62,11% (para custos totais, como fez a BSM). Em síntese, constatou-se que houve giro excessivo na carteira de S.M.O., com elevadas despesas incorridas com corretagem e taxas operacionais, parte das quais, por disposição contratual, deveriam ser revertidas para o AAI, como relatado.

(iii) *Intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões*

60. Com relação ao terceiro requisito do ilícito, vale destacar que a jurisprudência do Colegiado analisa a prática de *churning* à luz dos contornos para a caracterização de operação fraudulenta, nos moldes da ICVM nº 8/1979, como “aquela em que se utilize ardil 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.”

61. Consoante bem apontado pelo então Diretor Gustavo Gonzalez³⁷, os precedentes refletem que o “ardil” resta configurado pela realização de operações excessivas³⁸. O controle dos recursos do investidor – que acredita na existência de uma estratégia de investimento no seu melhor interesse – pelo agente consiste na *manutenção de terceiro em erro*. Por fim, a taxa de corretagem é a *vantagem patrimonial* que se busca obter por meio da fraude³⁹.

62. Neste caso, a conduta do Acusado perante os Investidores foi claramente dolosa, como se depreende da seção anterior deste voto, e a intenção de gerar corretagem também ficou evidenciada pelo contrato entre a Corretora e o AAI, que previa remuneração desse pela aplicação de percentual gerado pelas operações intermediadas⁴⁰. Como apontado, a base de cálculo das receitas do Acusado eram as receitas auferidas pela Corretora, a partir dos negócios realizados em nome dos Investidores, sobre as quais ele percebia, segundo a área técnica, entre 50 e 55%⁴¹, consoante previsto nos contratos e aditamentos pactuados entre Francisco Frauendorf e a Corretora⁴².

³⁷ PAS CVM nº 22/2013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, decisão deliberada na reunião do Colegiado de 13.03.2018.

³⁸ V. PAS CVM nº SP2012/480, j. em 27.10.2014, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes: “entendo que assiste razão à acusação ao apontar o giro intenso da carteira do Reclamante como sendo o ardil ou artifício utilizado para mantê-lo em erro”. PAS CVM nº 24/2010, j. em 27.5.2015, Dir. Rel. Ana Dolores Novaes: “O meio malicioso, no caso concreto, era, justamente, o giro excessivo da carteira”. PAS CVM nº RJ2014/12921, j. em 10.02.2017, Dir. Rel. Pablo Renteria: “o ardil, consistente no giro excessivo da carteira, em evidente abuso da confiança dos clientes”.

³⁹ PAS CVM nº SP2012/480, j. em 27.10.2014, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, item 36; PAS CVM nº 24/2010, j. em 27.5.2015, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, item 95. PAS CVM nº RJ2014/12921, j. em 10.02.2017, Dir. Rel. Pablo Renteria, item 43, “c”.

⁴⁰ Doc.0757109, pasta “Documentos AAI”.

⁴¹ O percentual variava conforme o valor mobiliário, havendo previsão de rebates ainda maiores para certos ativos.

⁴² Doc. 0757109, pasta “Documentos AAI”.



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

63. Nesse sentido, o próprio Acusado informou, ainda, que recebia parcelas sobre a corretagem gerada em cima de negócios realizados em nome dos Investidores⁴³. Assim, considerando os números elevados dos indicadores TR e C/E, bem acima dos parâmetros indicativos de *churning*, para a carteira de S.M.O., a corretagem gerada em virtude dos negócios e as alegações dos Investidores, entendo que restou caracterizada a prática de *churning* e, por conseguinte, a prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, segundo disposto na alínea “c” do item II da ICVM nº 8/1979, infringindo, portanto, a vedação prevista no item I da mesma Instrução.

IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

64. Pelo exposto, concluo que o Acusado deve ser responsabilizado pelas infrações a: (i) art. 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c art. 2º da ICVM nº 306/1999 (quanto aos fatos ocorridos até 03.01.2016) e art. 2º da ICVM nº 558/2015 (quanto aos fatos ocorridos a partir de 04.01.2016) c/c art. 13, IV, da ICVM nº 497/2011; (ii) art. 13, VII, da ICVM nº 497/2011; (iii) art. 13, VIII, da ICVM nº 497/2011; e (iv) Item I c/c II, “c”, da ICVM nº 8/1979.

65. Passo, assim, à dosimetria das penalidades.

66. As infrações administrativas foram praticadas antes da edição da Lei nº 13.506, de 13.11.2017, razão pela qual será aplicável a legislação consoante vigente à época dos fatos.

67. Na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como os motivos que justifiquem sua imposição, sendo que, em cada caso, cabe avaliar a gravidade em abstrato do ilícito e as condutas em concreto, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência.

68. Antes de tratar da dosimetria em si cabe tecer breve consideração sobre as circunstâncias do caso concreto, na perspectiva dos prejudicados pelas condutas objeto deste PAS.

69. O primeiro aspecto diz respeito aos recursos disponíveis para investimento. Consoante descrito na Reclamação, o montante disponibilizado pelos Reclamantes, cônjuges, representava patrimônio amealhado com recursos próprios e, ainda, herança deixada pelos avós maternos de S.M.O., sendo que as circunstâncias fáticas e condições pessoais descritas deveriam ter orientado os objetivos de investimento e perfil de risco, mediante processo adequado de *suitability*.

70. Ocorre que, com as senhas de acesso ao *home broker*, o Acusado passou a ter controle de todo o patrimônio financeiro disponível para investimento, que foi transferido para a Corretora por orientação do AAI e que, após alguns meses de operações, foi dilapidado em poucos dias no início de 2016, em estratégias com opções de compra e venda de ações. O giro excessivo da carteira

⁴³ Doc. 1281979, arquivo “[01]-0579366_Processo”, fl. 89.



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

gerou altas despesas com corretagem e ampliou o insucesso da estratégia escolhida (e o prejuízo para o cliente⁴⁴), em estratégia desenhada por quem, insta repisar, não apenas não era autorizado a administrar carteiras de terceiros: esta atividade lhe era expressamente vedada.

71. A preservação das regras que disciplinam tais vedações refletem escolhas regulatórias para proteger os investidores, tendo relevância ímpar. Os casos graves, inclusive sob a perspectiva dos prejudicados, devem receber reprimendas à altura da gravidade, reforçando, no exercício da pretensão punitiva, as escolhas regulatórias que visam coibir condutas capazes de colocar em cheque a confiança dos investidores nas instituições e nos profissionais do mercado de capitais.

72. Feitas essas considerações sobre as circunstâncias do caso concreto, do ponto de vista dos que sofreram com as condutas ora sob exame, passo à dosimetria em si.

73. Como se extrai do art. 23⁴⁵ da ICVM nº 497/2011 então vigente (e assim permanece na RCVM nº 16/2021), as infrações citadas são consideradas graves para efeito de imposição das penalidades previstas na Lei nº 6.385/1976. Assim como a infração por administração irregular de Carteira, a teor do art. 18 da ICVM nº 306/1999⁴⁶ e do art. 32 da ICVM nº 558/2015⁴⁷.

74. Vale repisar que o Acusado já foi condenado no âmbito do PAD BSM nº 24/2017 à pena de multa pecuniária de R\$ 200.000,00, pela infração ao art. 13, VII, da ICVM nº 497/2011, o que faço refletir em redução de 2/3 do montante da multa que seria, de outro modo, aplicada. Ressalto que a utilização das senhas dos clientes teve amplo espectro, inclusive para a movimentação dos recursos financeiros disponíveis dos Investidores, não se tratando, neste caso, de mera conduta meio para consecução da prática de *churning*, razão pela qual deve ser apenada em separado.

75. No que concerne à administração irregular de carteiras de valores mobiliários, entendo que a imposição de multa pecuniária não seria suficiente para atender adequadamente às finalidades da sanção administrativa, considerando as particularidades do caso concreto, sendo cabível aplicar, diante das diversas infrações apuradas e em linha com precedentes, além de multas pecuniárias

⁴⁴ A Acusação destacou que, como apurado pela BSM, as operações com valores mobiliários realizadas pelo AAI em nome de M.B.A.P. resultaram em lucro bruto de R\$ 722,00 e as realizadas em nome de S.M.O. resultaram em prejuízo bruto no valor de R\$ 1.812.448,20, totalizando prejuízo bruto de R\$ 1.811.726,20.

⁴⁵ Art. 23. Constitui infração grave, para efeito do disposto no §3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976: I - o exercício da atividade de agente autônomo de investimento em desacordo com o disposto nos arts. 3º, 10 e 11 desta Instrução; (...) III - a inobservância das vedações estabelecidas no art. 13 desta Instrução.

⁴⁶ Art. 18. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, §3º, da Lei nº 6.385/76, o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários por pessoa natural ou jurídica não autorizada, nos termos desta Instrução, ou autorizada com base em declaração ou documentos falsos, bem como a infração às normas contidas nos arts. 14, incisos I, II, V, VII e VIII, e 16, incisos VI a VIII desta Instrução.

⁴⁷ Art. 32. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, §3º, da Lei nº 6.385, de 1976, o exercício das atividades reguladas por esta Instrução por pessoa não autorizada ou autorizada com base em declaração ou documentos falsos, bem como a infração às normas contidas nos arts. 16, 17, 20, 23, 24, 28, 30 e 31 desta 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

para as demais infrações⁴⁸⁻⁴⁹, pena de proibição temporária para o exercício de atividade que dependa de autorização ou registro perante a CVM⁵⁰, bem como para atuar, direta ou indiretamente, qualquer modalidade de operação no âmbito do mercado de valores mobiliários⁵¹.

76. De outro lado, considero os bons antecedentes do Acusado perante a CVM.

77. Assim, pelo exposto, voto, com fundamento no art. 11, incisos II, VII e VIII, da Lei nº 6.385/1976, e à luz dos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, pela **condenação** de **Francisco Frauendorf**, às penalidades de:

(i) **proibição temporária**, pelo prazo de **30 meses**, para atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários e exercer qualquer atividade que dependa de autorização ou registro perante a CVM, pelo exercício irregular de administrado carteiras de valores mobiliários, em infração ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c art. 2º da ICVM nº 306/1999 (quanto aos fatos ocorridos até 03.01.2016) e art. 2º da ICVM nº 558/2015 (quanto aos fatos ocorridos a partir de 04.01.2016) c/c art. 13, IV, da ICVM nº 497/2011;

(ii) **multa pecuniária** no valor de **R\$ 300.000,00** (trezentos mil reais), por ter praticado operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, consoante definida na alínea “c” do item II da ICVM nº 8/1979 e vedada pelo item I;

(iii) **multa pecuniária** no valor de **R\$ 50.000,00** (cinquenta mil reais), por ter recebido e utilizado a senha dos Investidores, em infração ao disposto no art. 13, VII, da ICVM nº 497/2011; e

(iv) **multa pecuniária** no valor de **R\$ 50.000,00** (cinquenta mil reais), por ter confeccionado e enviado extratos aos Investidores, em infração ao disposto no art. 13, VIII, da ICVM nº 497/2011.

78. Por fim, nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 e do art. 12 da Lei nº 6.385/1976, impende comunicar o resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal no

⁴⁸ P.ex., PAS CVM RJ 2018/269, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 22.10.2019.

⁴⁹ P.ex., PAS CVM nº 21/2013, Pres. Rel. Presidente Marcelo Barbosa, j. em 29.03.2022; PAS CVM nº 04/2016, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 15.12.2020; PAS CVM nº 17/2013, de minha relatoria, j. em 25.06.2019; PAS CVM nº SP2014/465, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 06.11.2018; PAS CVM nº SP2014/0382, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 09.10.2018; PAS CVM nº 22/2013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 18.09.2018; e PAS CVM nº SP2012/480, Dir. Rel. Roberto Tadeu Fernandes, j. em 06.10.2015.

⁵⁰ P.ex., PAS CVM nº RJ2020/01227, de minha relatoria, j. em 20.09.2021; PAS CVM nº RJ2019/467, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 05.11.2019; PAS CVM nº RJ2018/269, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 22.10.2019; e PAS CVM nº 17/2013, de minha relatoria, j. em 25.06.2019.

⁵¹ P.ex., PAS CVM nº 04/2016, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 15.12.2020; PAS CVM nº RJ2017/4214, Dir. Rel. Carlos Rebello, j. em 22.10.2019; PAS CVM nº 04/2014, Dir. Pablo Renteria, j. em 26.12.2018; PAS CVM nº RJ2016/5179, j. em 30.10.2018, e PAS CVM nº 07/2013, j. em 08.10.2019, em ambos Dir. Rel. Henrique Machado.



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

Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício nº 301/2021/CVM/SGE⁵², de 11.08.2021, e à Delegacia de Polícia Federal em São José dos Campos - DPF/SJK/SP, em complemento à resposta ao Ofício nº 4023469/2023 - DPF/SJK/SP⁵³, de 02.10.2023, para as providências que entenderem cabíveis no âmbito de suas competências.

É como voto.

Rio de Janeiro, 7 de novembro de 2023.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

⁵² Doc. 1322864.

⁵³ Doc. 1892599.