

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO
DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR
CVM nº RJ2015/6143

Acusados: Elézio Luiz Brun
Pilla CVMC Ltda.

Ementa: Negociação excessiva de ativos do Fundo de Investimento. Prática de *churning* – inobservância dos deveres fiduciários para com os cotistas do fundo de investimento – descumprimento dos deveres de lealdade e de diligência. Absolvição, multa e suspensão temporária.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu:

Considerando, por um lado, como agravantes para a dosimetria das penas: (i) o fato de a Corretora ter logrado obter vantagem indevida; e (ii) o fato de o ilícito ter perdurado por três anos e ter sido cometido mediante dissimulação; e, por outro lado, como atenuantes, os bons antecedentes dos acusados, APLICAR:

1. À **PILLA CVMC Ltda. a penalidade de multa pecuniária de R\$500.000,00**, por prática de *churning*, infringindo, dessa forma, o disposto no art. 16, VI, da Instrução CVM nº 306/99;
2. Ao acusado **Elézio Luiz Brun**, diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários, a penalidade de **suspensão do registro de administração de carteira, pelo prazo de cinco anos**, por prática de *churning*, em infração ao disposto no art. 16, VI, da Instrução CVM nº 306/99;
3. ABSOLVER a PILLA CVMC Ltda. da imputação de infração ao art. 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004, por suposto descumprimento dos deveres de lealdade e de diligência.
4. ABSOLVER Elézio Luiz Brun da imputação de infração ao artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004, por suposto descumprimento dos deveres de lealdade e de diligência.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538/2008.

Com a entrada em vigor do Decreto nº 8.652, de 2016, a decisão de absolvição transita em julgado na primeira instância, dessa forma, a CVM não mais interpõe recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Por força do disposto na Lei nº 13.506/2017, o acusado poderá, no prazo de 10 dias contados da data da ciência desta decisão, requerer efeito suspensivo da decisão de suspensão temporária.

Ausentes os acusados e o representante constituído nos autos.

Presente a Procuradora-federal Danielle Barbosa, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Gustavo Borba, Relator, Gustavo Machado Gonzalez, Henrique Balduino Machado Moreira, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 24 de abril de 2018.

Gustavo Machado Gonzalez
Diretor-Relator

Marcelo Barbosa
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2015/6143

Acusados: PILLA CVMC Ltda.
Elézio Luiz Brun

Assunto: Prática de *churning* e não observância dos deveres fiduciários para com os cotistas do fundo ao não buscar descontos ou rebates nas taxas de corretagem (infração ao disposto no artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999 e ao artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/04).

Relator: Diretor Gustavo Machado Gonzalez

RELATÓRIO

Introdução.

1. Este Processo Administrativo Sancionador foi instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN") para apurar a responsabilidade de Pilla CVMC Ltda. ("Pilla" ou "Corretora") e de Elézio Luiz Brun ("Elézio Brun") por eventuais irregularidades na administração do Pillainvest Fundo de Investimento em Ações ("Pillainvest" ou "Fundo"). A Pilla era administradora e gestora do Pillainvest. Ademais, atuava como corretora na intermediação dos negócios realizados pelo Fundo. Elézio Luiz Brun, por sua vez, era o diretor da Corretora responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários.

2. O Pillainvest é um fundo de investimento da classe "Ações" constituído com recursos originalmente aportados por investidores nos termos do Decreto Lei nº 157/1967, que conferiu aos contribuintes a opção de utilizar parte do imposto devido, quando da declaração referente ao Imposto de Renda, em aquisição de cotas de fundos administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador (doravante chamados de "Fundos 157").

3. O processo teve origem em investigação realizada pela Gerência de Acompanhamento de Fundos (GIF) que, em seu acompanhamento regular do mercado, identificou indícios de que o volume de negócios do Pillainvest com valores mobiliários no ano de 2012 esteve muito acima do usual quando comparado a outros fundos de investimento semelhantes.

4. Conforme se detalhará a seguir, as supostas irregularidades que motivaram a apresentação do Termo de Acusação ocorreram entre os anos de 2010 e 2012. Nesse período, o Fundo possuía um patrimônio de aproximadamente R\$5 milhões e mais de 24.000 cotistas – ou seja, o investimento médio de cada cotista equivalia a cerca de R\$200,00.

5. Foram formuladas duas acusações em face dos defendentes. A primeira é referente à suposta negociação excessiva dos ativos do Fundo durante os anos de 2010, 2011 e 2012, com a finalidade de gerar receitas de corretagem para a Pilla, prática internacionalmente conhecida como *churning*, em infração ao artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999¹.

6. Já a segunda acusação é baseada nas taxas de corretagem pagas pelo Pillainvest. De acordo com a acusação, a Pilla não teria buscado descontos ou rebates na referida taxa, o que caracterizaria uma quebra do dever de diligência imposto àqueles que administram um fundo de investimento ou gerem a sua carteira, nos termos do artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004².

7. A seguir, as acusações serão tratadas separadamente.

Negociação Excessiva – “Churning”

8. Os defendentes foram acusados de promover negociações excessivas com os valores mobiliários da carteira do Pillainvest com a finalidade de gerar receitas de corretagem. A acusação é baseada em informações encaminhadas pela Pilla em resposta às solicitações da SIN.

9. Com base em tais documentos, a área técnica constatou que:

- a. no ano de 2012, entre compras e vendas, foram realizados negócios no valor total de R\$ 168.147.027,50; o que corresponde a mais de trinta vezes o valor do patrimônio líquido médio do Fundo naquele ano;
- b. todas as operações foram intermediadas pela própria Pilla, que recebeu, a título de corretagem, R\$ 889.759,33 por conta dessas operações;
- c. o Pillainvest pagava à Pilla pelos serviços de corretagem os mesmos preços praticados para qualquer cliente, sem qualquer tipo de desconto, ou rebate, ou seja, 0,5% sobre o volume + R\$ 25,21 por nota de corretagem;
- d. até 25.07.2013, o regulamento do Fundo previa a cobrança de taxa de administração mínima de 8% e máxima de 8,66% ao ano. Essa taxa foi reduzida, a partir de 26.07.2013, passando para uma faixa de 6% a 6,66%;
- e. conforme balancete de março de 2013, correspondente ao final do exercício social do Fundo iniciado em abril de 2012, o saldo acumulado das despesas de serviços do sistema financeiro, que incluíam corretagem,

emolumentos e custódia, foi de R\$ 772.170,62 e das despesas de taxa de administração de R\$ 295.683,53, totalizando R\$ 1.067.854,15; e

f. no exercício social de 01.04.2012 a 31.03.2013, o patrimônio líquido médio do Fundo foi de R\$ 4.999.948,66.

10. A partir das mencionadas informações, a SIN calculou que:

a. os gastos com despesas de serviços do sistema financeiro do fundo no exercício social findo em 31.03.2013 representaram 15,44% do patrimônio líquido e o custo total, também sobre o patrimônio líquido, foi de 21,69%;

b. a carteira do fundo apresentou um giro de 14,68 vezes durante o ano de 2012, considerando a relação entre o volume total de compra de ativos e o patrimônio líquido médio do Fundo no período; e

c. durante o ano de 2012, o fundo desembolsou R\$ 889.759,33 com taxas de corretagem, o equivalente a 16,45% do patrimônio líquido médio.

11. A área técnica solicitou que a Pilla se manifestasse sobre os fatos, nos termos do artigo 11 da Deliberação CVM nº 538/2008³. A Corretora alegou que:

a. diante do cenário de alta volatilidade do mercado de ações nos últimos anos, "grande parte dos analistas recomenda (...) redobrada atenção às oscilações das cotações, cuja lógica tem fugido das tradicionais análises fundamentalistas";

b. as operações realizadas para o Pillainvest traduzem a "busca de oportunidades de valorização de outros papéis e não a corretagem normal decorrente";

c. o mercado adota até instrumentos mais modernos, como a robotização das operações para aumentar significativamente o giro dos negócios, o que não ocorreu com a Pilla;

d. a taxa de administração foi reduzida unilateralmente em 02.08.2010 para 6% ao ano, embora tenha mantido o percentual de 8% ao ano no Regulamento do Fundo; e

e. a corretagem total paga em 2012 foi compensada com os resultados obtidos nas operações de giro rápido da carteira (operações em que ativos foram comprados e vendidos no mesmo mês).

12. A SIN concluiu que a Pilla praticou o ilícito de negociação excessiva, pois a instituição detinha poderes para comprar e vender títulos e valores mobiliários em nome do cliente e, irregularmente, efetuou quantidade abundante de negócios, com o objetivo de aumentar a receita oriunda das despesas de intermediação.

13. A área técnica suporta o seu entendimento no cálculo de indicadores utilizados para a caracterização do ilícito: (i) taxa de giro da carteira ("*turnover ratio*"), que indica o número de "giros" efetuados com a carteira do cliente, comparando-se o volume total de compras efetuado com o patrimônio médio do cliente; e (ii) índice de custo sobre o patrimônio ("*cost-equity ratio*"), que compara o total de despesas que incidiu sobre a carteira do investidor com o seu patrimônio

médio. A análise dos dados pela SIN se baseou nos estudos sobre o tema elaborados pela BSM – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercado (“BSM”) e pela Assessoria de Análise e Pesquisa da CVM (“ASA”)⁴.

14. Em relação ao primeiro indicador de giro da carteira do Pillainvest, a Acusação conclui que os valores para os anos de 2010, 2011 e 2012 foram de, respectivamente, 12,85, 13,41 e 15,99. Eles estariam acima do parâmetro fixo de 8 (oito) que o estudo da BSM considerou como fortemente indicativo de prática de negociação excessiva. No entanto, seriam ligeiramente inferiores aos valores contidos no estudo da ASA, que leva em consideração a probabilidade de 2,5% de encontrar um fundo de investimento com um giro de carteira superior a 15,9, 15,0 e 16,4, nos anos de 2010, 2011 e 2012, respectivamente.

15. Em relação ao indicador de custo sobre o patrimônio, a Acusação chegou aos valores de 14,70%, 21,07% e 21,10% para os anos de 2010, 2011 e 2012, respectivamente, que seriam superiores ao parâmetro fixo de 21% adotado pelo estudo BSM e aos valores de 4,1%, 5,1% e 4,4% adotados no estudo da ASA⁵.

16. Em relação às alegações da Pilla, a SIN fez as seguintes ponderações:

- a. embora a Pilla tenha afirmado que o Pillainvest era um fundo com gestão ativa e que buscava operações que resultassem em ganho de curto prazo e que no ano de 2012 teriam gerado resultados superiores aos gastos com corretagem, nesses resultados não foram consideradas as “operações de ajuste”, destinadas a alterar a composição da carteira de um mês para o outro;
- b. se comparados os demonstrativos de composição e diversificação de ativos de março e de abril, verifica-se que, das quinze ações de companhias abertas integrantes da carteira de março, apenas sete permaneceram na carteira do fundo no mês seguinte;
- c. os fundos de investimento que operam com alta frequência são destinados, em geral, a outro perfil de investidor, e não investidores que fazem parte do Pillainvest, que possuem aplicações em média de cerca de duzentos reais;
- d. os fundos que operam com alta frequência normalmente obtêm taxas de corretagem muito abaixo dos preços médios praticados no mercado; e
- e. embora a taxa de administração tenha sido reduzida para 6%, tal patamar permaneceria ainda elevado se comparado à média das taxas de administração para os fundos de investimento em ações, que, segundo a Anbima, era de 2,20% ao ano em 2010, 2,18% em 2011 e 2,24% em 2012.

17. Os cotistas do Pillainvest, “fundo de investimento destinado ao varejo, com mais de 24.000 cotistas, originário de um antigo Fundo 157, portanto, constituído por um público investidor com grau mínimo de conhecimento do mercado de capitais e da indústria de fundos de investimentos⁶”, teriam sido severamente prejudicados, pois, no período de 01.01.10 a 31.12.13, o fundo acumulou perdas no valor da cota de 66,20%, enquanto o Ibovespa, no mesmo período, teve variação negativa de 24,90%.

18. Diante do acima exposto, a SIN propôs a responsabilização da Pilla CVMC Ltda. e do seu diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários, Elézio Brun, originalmente por prática de operação fraudulenta, em infração ao item I, na forma da alínea "c" do item II, da Instrução CVM nº 08/1979⁷.

19. Em sua análise, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM ("PFE") entendeu que a peça acusatória não preenchia os requisitos constantes dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/2008. Dentre os ajustes indicados, destaca-se, para fins deste trecho, a requalificação da prática de negociação excessiva, que, segundo a PFE, melhor se amoldaria à conduta prevista no artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999. Em 06.10.2015, a SIN aditou o Termo de Acusação e, modificando a capitulação jurídica dos fatos, propôs a responsabilização da Pilla e de Elézio Brun, com base no mencionado dispositivo.

Negligência na defesa dos direitos e interesses do fundo de investimento ao não negociar desconto nas taxas de corretagem geradas pelas operações realizadas por este fundo.

20. A SIN também afirma que a Pilla, na qualidade de administradora e gestora do Pillainvest, violou o seu dever fiduciário para com os cotistas do Fundo, uma vez que a totalidade das operações realizadas pelo Pillainvest foi intermediada pela própria Pilla e com um custo "cheio" de corretagem, isto é, sem nenhum percentual de rebate para o Fundo, o que estaria em desalinho com as práticas de mercado.

21. Para sustentar o seu entendimento, a SIN apresenta jurisprudência da CVM⁸, destacando o posicionamento da então Diretora Maria Helena de Santana de que o administrador de recursos de terceiros deve ao menos tentar negociar a taxa de corretagem cobrada do fundo. No mesmo caso, a Acusação também ressalta trecho do voto do então Diretor Presidente Marcelo Fernandez Trindade, no qual ele afirma que a omissão em negociar rebates de corretagem é, além de negligente, indício de prática de atividades indevidas.

22. Em 17.07.2015, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM ("PFE") entendeu que a peça acusatória não preenchia os requisitos constantes dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/2008, pois no que se refere ao fato do Pillainvest ter arcado com o custo "cheio" de corretagem, i.e., sem nenhuma percentual de rebate, caberia à SIN avaliar a formulação de acusação contra os mesmos acusados por infração aos artigos 16, VII, e 14, II⁹, da mesma Instrução (fls. 198/202).

23. Em 06.10.2015, a SIN aditou o Termo de Acusação e, modificando a capitulação jurídica dos fatos, propôs a responsabilização de Pilla e Elézio Brun com base nos mencionados artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999 e artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004 (fls. 204/220).

Defesas.

24. Em 19.11.2015, Pilla e Elézio Brun apresentaram as suas defesas (fls. 242/695 e fls. 696/1148, respectivamente).

25. Inicialmente, os acusados afirmam que, embora tenha sido realizada uma quantidade grande de negócios, todas essas operações foram precedidas de análises baseadas em projeções especializadas que compararam as desvalorizações e as potenciais valorizações ou tendências do comportamento do mercado em relação a cada papel com a preocupação de rentabilizar os cotistas do fundo.

26. Alegam que, ao longo de tantos anos, nunca houve qualquer manifestação contrária de qualquer participante, apontamento ou advertência de qualquer auditoria, interna ou externa, a respeito dessa prática de buscar todas as oportunidades, num mercado que se tornou tão volátil e, não poucas vezes, com reações sem qualquer fundamento técnico tradicional.

27. Defendem que a análise realizada pela Acusação parte de parâmetros médios de mercado e de cálculos formulados a partir de modelos analíticos ainda recentes.

28. Entendem que, com a alta volatilidade do período, as estratégias de administrar e gerir carteiras passaram a dar prioridade ao curto prazo. Nesta realidade de mercado, administradores e gestores de fundo poderiam, por inércia, ser acusados de não buscar as melhores condições para o fundo, com fundamento no artigo 65-A da Instrução CVM nº 409/2004.

29. Argumentam que a política de investimento do Fundo e a sua respectiva estratégia de execução, conforme prospecto e regulamento do Pillainvest, visam a uma boa diversificação em ações de empresas com bons fundamentos, rentabilidade e perspectiva de crescimento econômico, podendo possuir também posição em renda fixa. A seleção dos ativos e as suas respectivas alocações seriam definidas por meio de processos quantitativos e qualitativos, utilizando relatórios fundamentados e análise gráfica disponibilizados por consultoria especializada. Desse modo, a carteira do Fundo, que estava composta pelos principais papéis da bolsa de valores, em função da crise econômica e da consequente fuga do investidor estrangeiro, teve fortes quedas e, para neutralizar os efeitos da queda desses ativos, usou-se a estratégia de trocar posições de parte da carteira, com base na análise gráfica, arbitragens e eventualmente *day trades*, o que motivou o volume de operações em questão.

30. Os acusados detalham três conjuntos de operações, a título de exemplo, que foram realizadas em curto prazo e que geraram resultados positivos para a carteira do Fundo.

31. Alegam que os valores de corretagem auferidos foram decorrentes da estratégia adotada na política de investimento (giro a curto prazo, com papéis de maior potencial no momento), que todas as operações realizadas foram fundamentadas, levando em consideração o valor da corretagem, que a mencionada cobrança não prejudicou a rentabilidade da carteira e que o valor cobrado seria o praticado no mercado.

32. Em relação às alegações de que não havia rebate de corretagem para o Fundo, afirmam que deveriam ser consideradas as peculiaridades do Fundo (notadamente, ser um Fundo 157), do mercado em que está inserida a Corretora e dos custos de observância a que a Pilla está obrigada. Assinalam, ademais, que a média da taxa de administração de Fundos 157 é superior à cobrada pela Defendente.

33. No que tange ao documento técnico elaborado pela BSM, alegam que a própria auto-regulação não faz uso do estudo por entender que inexistente regulamentação no mercado brasileiro a respeito da matéria.

34. Elézio Brun também destaca o seu histórico profissional de décadas de mercado financeiro e de mercado de capitais sem qualquer apontamento por prática de irregularidades e afirma que não há nos autos elemento que demonstre má-fé, ou intenção em gerar receitas de corretagem para a Corretora.

PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO.

35. Os acusados apresentaram proposta conjunta de celebração de Termo de Compromisso, por meio da qual se comprometiam a (fls. 1.149/1.151):

- a. Pilla CVMC Ltda. - cessar as atividades apontadas como irregulares, reduzir a taxa de corretagem em 50% do valor de tabela para o Pillainvest, repassar em até três meses após a assinatura do termo de compromisso a gestão do fundo para terceiros especializados, devolver ao fundo R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais) e pagar à CVM o valor de R\$ 120.000,00 (cento e vinte mil reais).
- b. Elézio Luiz Brun - não mais atuar no mercado de capitais e pagar à CVM o valor de R\$ 30.000,00 (trinta mil reais).

36. A PFE apreciou os aspectos legais da proposta de Termo de Compromisso e concluiu pela existência de óbice, pois a proposta de indenização ao fundo deveria incluir todo o ganho auferido em decorrência do alto giro da carteira, por força do artigo 11, §5º, II, da Lei nº 6.385/1976 (fls. 1152 a 1155).

37. O Colegiado, acompanhando o entendimento do Comitê de Termo de Compromisso, deliberou, por unanimidade, a rejeição da proposta conjunta apresentada pelos Proponentes (fls. 1.161/1.170 e 1.172/1.176).

DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO.

38. Este processo foi originalmente distribuído em 17.05.2016 para o então Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, cujo mandato se encerrou em 31.12.2016. Por tal motivo, em 03.01.2017, o processo foi redistribuído para o Diretor Pablo Renteria. Em 14.07.2017, o processo foi novamente redistribuído e foi designado seu relator.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 24 de abril de 2018.

Gustavo Machado Gonzalez
Diretor-Relator

¹ Art. 16. É vedado ao administrador de carteira: [omissis] VI - promover negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra, com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros.

² Art. 65-A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I - exercer as suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o

cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar na administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;

³ Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.

⁴ Os indicadores foram analisados em estudos publicados pela BSM e pela ASA(CVM):

Gerência de Análise e Estratégia da BM&FBovespa Supervisão de Mercados. *Relatório de Análise 001/2011 - Determinação dos parâmetros para a caracterização da prática de churning no Brasil*. Julho/2011. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/noticias/REL-GAE-01-2011-Churning.pdf>. Acesso em 15.12.2017.

Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA-CVM). *Indicadores de Churning* (Julho/2013). Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Estudo_Churning.pdf. Acesso em 15.12.2017.

⁵ Para fins de comparação, a Acusação utilizou a mesma metodologia utilizada no estudo da ASA, i.e., no indicador de custo de negociação para o Fundo estão incorporados somente o custo de venda de ativos em Bolsa, uma vez que contabilmente as despesas de corretagem relativas às compras de ativos estão incorporadas no preço de aquisição.

⁶ Fl. 12.

⁷ 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 equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: [omissis] c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardid 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;

⁸ PAS CVM nº RJ 2005/8510, Dir. Rel. Maria Helena de Santana, j. em 04.04.2007.

⁹ Art. 16. É vedado ao administrador de carteira: [omissis] VII - negligenciar, em qualquer circunstância, a defesa dos direitos e interesses do titular da carteira, ou omitir-se em relação à mesma; Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: [omissis] II - empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses de seus clientes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão;

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2015/6143

Acusados: PILLA CVMC Ltda.
Elézio Luiz Brun

Assunto: Prática de *churning* e não observância dos deveres fiduciários para com os cotistas do fundo ao não buscar descontos ou rebates nas taxas de corretagem (infração ao disposto no artigo 16, VI, da Instrução CVM nº 306/1999 e ao artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/04).

Relator: Diretor Gustavo Machado Gonzalez

V O T O

I. Introdução.

1. Este processo foi instaurado para apurar a responsabilidade da Pilla¹ e de Elézio Brun, na qualidade de diretor da Corretora responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários, por supostas irregularidades praticadas na administração do Pillainvest.

2. Foram formuladas duas acusações em face dos defendentes. A primeira é referente á suposta negociação excessiva dos ativos do Fundo durante os anos de 2010, 2011 e 2012, com a finalidade de gerar receitas de corretagem para a Pilla, prática internacionalmente conhecida como *churning*. Já a segunda acusação é baseada nas taxas de corretagem pagas pela Pillainvest. De acordo com a acusação, a Pilla não teria buscado descontos, ou rebates, na referida taxa, o que caracterizaria uma quer do dever de diligência imposto àqueles que administram um fundo de investimento, ou gerem a sua carteira – na caso, vale destacar, as duas atividades eram desempenhadas pela Corretora.

II. Negociação excessiva – “churning”.

Considerações Iniciais.

3. A primeira imputação tratada neste processo refere-se à suposta negociação excessiva da carteira do Pillainvest com a finalidade de gerar taxas e comissões, prática internacionalmente conhecida como *churning*.

4. Como já tive oportunidade de manifestar em outras ocasiões², o *churning* é uma modalidade de fraude realizada por pessoas que, atuando com controle sobre recursos de terceiros, realizam excessivos negócios em nome do cliente, visando não ao melhor interesse desse, mas, a gerar taxas e comissões para si, ou para outrem.

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

6. No caso em apreço, os acusados não contestam que a Corretora exercia controle sobre os recursos do Fundo. Dessa forma, a discussão se limita a avaliar se a carteira do referido fundo foi girada em excesso com o intuito de gerar corretagens indevidas à Corretora.

O perfil do Fundo.

7. A fim de corroborar a sua acusação, a área técnica apresenta um farto conjunto de elementos, incluindo os indicadores amplamente utilizados pela literatura e pela jurisprudência, daqui e do exterior. Os indicadores de *churning* são, contudo, modelos gerais, que devem sempre ser analisados à luz do perfil do cliente, como enfatizei em outra oportunidade. Começo, portanto, tecendo breves considerações sobre o Fundo Pillainvest.

8. O caso em tela envolve um fundo de investimento em ações constituído com recursos aportados por investidores nos termos do Decreto-lei nº 157/1967, que conferiu opção aos contribuintes de utilizar parte do imposto devido, quando da declaração referente ao Imposto de Renda, em aquisição de cotas de fundos administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador.

9. Nos termos do regulamento do Pillainvest, o “seu público alvo é o pequeno e médio investidor que procure perfil moderado de risco”³. Como já ressaltado no relatório, durante o período coberto por este processo, o Pillainvest possuía um

patrimônio relativamente pequeno (aproximadamente R\$5 milhões) e uma base expressiva de cotistas (mais de 24.000), que, em média, possuíam investimentos pouco expressivos (cerca de R\$200,00).

10. No que toca à política de investimento, o objetivo do Fundo é “proporcionar aos condôminos a oportunidade de participar do mercado de ações, utilizando-se de uma carteira bem diversificada em ações e debêntures conversíveis de **empresas com bons fundamentos, boa rentabilidade e perspectiva de crescimento econômico** podendo também possuir posição em renda fixa”⁴. O Pillainvest pode, ainda, “aplicar, até o limite de 33% (trinta e três por cento) da carteira, em opções de compra, ou de venda, futura de ações, **exclusivamente** para proteção da carteira, sendo vedadas operações a descoberto, ou operações que aumentem o seu risco”⁵ (grifo no original)

11. Feitos tais comentários, passo à análise dos demais elementos trazidos pela Acusação.

Primeiro Indicador: Taxa de Giro da Carteira

12. O primeiro indicador utilizado pela Acusação foi a taxa de giro da carteira, doravante referido simplesmente como “TR”, que mede a razão entre o total de operações realizadas⁶ e o patrimônio líquido do fundo. Segundo o Estudo BSM, uma taxa superior a 8 indica alta probabilidade de *churning*, embora não seja, sozinha, conclusiva para caracterizar a irregularidade⁷.

13. No caso em tela, o TR do Pillainvest nos anos de 2010, 2011 e 2012 foi de 12,85, 13,41 e 15,99, respectivamente, o que excede em muito o limite indicado pelo Estudo BSM.

14. O Estudo ASA, por sua vez, não indica uma taxa de giro específica como sendo indicativa da prática de *churning*, mas, compara as taxas de giros de diferentes fundos (exclusivos e não exclusivos, com poucos, ou muitos cotistas) ao longo dos anos. Assim, o estudo demonstra como os indicadores de *churning* variam não só ao longo dos anos como, também, em razão do tipo de fundo. Transcrevo, abaixo, os indicadores de giro de carteira de fundos não exclusivos, com mais de 20 cotistas, para os anos de 2010, 2011 e 2012:

Tabela 1. Comparação entre o TR do Pillainvest e da amostra do Estudo ASA.

	2010	2011
Pillainvest (1)	12,85	13,41
Média (2)	2,0	1,5
P<5% (3)	11,4	10,4
P<2,5% (3)	15,9	15,0

Fonte:

(1) Termo de Acusação

(2) Estudo ASA – Média do TR para fundos não exclusivos com mais de 20 cotistas

(3) Estudo ASA – A probabilidade de um fundo de investimento não exclusivo com mais de 20 cotistas ter giro de carteira superior ao parâmetro indicado é menor que 5% e 2,5%, respectivamente.

15. Conforme se verifica na tabela acima, a comparação entre as taxas de giro do Pillainvest e as dos fundos que compuseram a amostra utilizada pela ASA demonstra que os ativos do Fundo foram negociados com uma intensidade bastante elevada, superior a da esmagadora maioria dos fundos. Noto, inclusive, que a amostra utilizada pela ASA foi calculada considerando apenas as três categorias de fundos de ações mais ativas no período, e que o Pillainvest, como já indicado, era alegadamente um fundo de perfil moderado de risco, para pequenos e médios investidores, com uma estratégia de investimento fundamentalista.

Segundo Indicador: Razão Custo sobre Patrimônio

16. O segundo indicador utilizado pela acusação foi a razão custo sobre o patrimônio ("C/E", *cost-equity ratio*), que reflete a rentabilidade anual mínima que a carteira teria que atingir somente para compensar os custos de transação. Nos anos de 2010 a 2012, o Pillainvest teve um C/E de 14,70%, 21,07% e 21,10% a.a.

17. Esses percentuais são muito elevados e constituem mais um forte indício de *churning*. O Estudo BSM propõe que se adote o valor de 21% a.a. como marco para determinar se o C/E é indicativo de *churning*, tomando como base a rentabilidade média do Ibovespa entre 1996 e 2010. Como ressaltei no voto que proferi no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2013, entendo que a metodologia empregada no Estudo BSM fez com que o marco indicativo de irregularidade fosse fixado em um ponto excessivamente alto. Mesmo assim, noto que o C/E do Pillainvest excedeu o referencial utilizado pela BSM nos anos de 2011 e 2012.

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

Tabela 2. Comparação entre o C/E do Pillainvest e da amostra do Estudo ASA

	2010	2011
Pillainvest ⁽¹⁾	14,70%	21,07%
Média ⁽²⁾	0,4%	0,4%
P<5% ⁽³⁾	2,9%	3,5%
P<2,5% ⁽³⁾	4,1%	5,1%

Fonte:

(1) Termo de Acusação

(2) Estudo ASA –Média do C/E para fundos não exclusivos com mais de 20 cotistas

(3) Estudo ASA – A probabilidade de um fundo de investimento não exclusivo com mais de 20 cotistas ter índice de C/E superior ao parâmetro indicado é menor que 5% e 2,5%, respectivamente.

19. Mais uma vez, a comparação entre o C/E do Pillainvest⁸ e os valores obtidos no Estudo ASA demonstra que o Fundo incorreu em custos muito mais elevados do que a média do mercado, fato que corrobora a tese da acusação.

Notas sobre a alegada estratégia de investimento.

20. Em suas manifestações, a Pilla apresentou algumas justificativas para o elevado giro da carteira do Fundo, como a alta volatilidade do mercado, "cuja lógica fugiria das tradicionais análises fundamentalistas". Assim, a Corretora alega que a carteira era girada na "busca de oportunidades de valorização de outros papéis e não a corretagem norma decorrente", tendo ainda apresentado documento descrevendo "operações que propiciavam giro rápido da carteira e operações de ajuste" realizadas no ano de 2012.

21. Os acusados argumentam também que as operações foram previamente justificadas com base em análises econômicas feitas pelo gestor, baseadas em alguns casos, em relatório de análise fundamentalista e/ou gráfica emitido por consultoria especializada.

22. Tais argumentos não merecem prosperar.

23. Com relação às justificativas prévias, noto tratar-se de simples afirmações feitas pelo gestor por escrito, contendo data, o nome do Fundo, quantidade e ativo comprado e/ou vendido e razões que, em muitos casos, se referiam a "arbitragem entre duas empresas, ambas com indicação de compra e pertencentes à carteira sugerida pela consultoria [*omissis*]. Troca devida à operação que gerou ganho/perda de ____% realizada no dia ____"⁹.

24. Com efeito, as declarações unilaterais feitas pelo gestor, constante de documento particular por ele firmado à época dos fatos, comprovam somente que o autor fez tais declarações e não têm o condão de comprovar que a sua real intenção ao realizar operações em nome do Fundo era buscar atingir os objetivos desse.

25. Em segundo lugar, noto o flagrante descompasso entre os argumentos trazidos pela Pilla em suas manifestações e os objetivos indicados no regulamento do Fundo. Com efeito, a Corretora alega se tratar de um fundo de gestão ativa, que busca ganhos de curto prazo. Em certas passagens, faz, inclusive, referência às estratégias de negociação em alta frequência. Não era esse, todavia, o objetivo indicado no regulamento: "proporcionar aos condôminos a oportunidade de participar do mercado de ações, utilizando-se de uma carteira bem diversificada em ações e debêntures conversíveis de empresas com bons fundamentos, boa rentabilidade e perspectiva de crescimento econômico".

Taxas de Corretagem e de Administração.

26. A acusação faz, ainda, referências à taxa de corretagem cobrada do Fundo e à taxa de administração suportada por seus cotistas.

27. Com relação à taxa de corretagem, a PFE recomendou que tal fato fosse objeto de capitulação específica, que será separadamente analisada na próxima seção deste voto. Por hora, cumpre analisar se taxas elevadas de corretagem podem, de fato, constituir um elemento que corrobore uma acusação de *churning*.

28. Para tanto, reporto-me mais uma vez ao voto que proferi no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2013, do qual fui relator. Naquela oportunidade, destaquei entender que um gestor profissional deve avaliar, a cada operação, se a expectativa de retorno adicional decorrente da mudança de

investimento, descontados os custos incorridos naquela operação, é positiva. Assim:

"Em casos o como presente – onde os clubes pagavam, em geral, corretagens altas e as carteiras eram giradas de forma expressiva para, ao final, voltarem ao investidor nos mesmos ativos – o gestor deve ter bases razoáveis para acreditar que a rentabilidade dos novos ativos da carteira durante um determinado período, descontados os custos incorridos com as operações cursadas naquele período, excede a rentabilidade que esperava do ativo que, no final das contas, pretende manter na carteira no longo prazo e que está sendo temporariamente substituído".

29. No caso em tela, verifica-se que o Fundo pagava (à própria Pilla) o custo "cheio" de corretagem. Diante de tal fato, parece-me que a taxa de corretagem é outro elemento que indica que o portfólio do Pillainvest era gerido não com o objetivo de proporcionar uma rentabilidade aos seus cotistas, mas, para gerar receitas para a Corretora. Nesse sentido, e apenas para fins de ilustração, repiso aqui um dado constante do relatório: só no ano de 2012, o Fundo pagou à Corretora R\$889.759,33, o equivalente a 16,45% do seu patrimônio líquido, a título de corretagem.

30. Por outro lado, deve-se reconhecer que os efeitos da corretagem elevada são capturados pelos índices destinados a calcular o custo que as operações geraram (no caso, o índice C/E).

31. Já no tocante à taxa de administração, a acusação alega, em certas passagens, que a taxa de administração era excessivamente elevada, após ter sido reduzida unilateralmente. Já as Defesas afirmam que os chamados Fundos 157 possuem peculiaridades que fazem com que as suas taxas de administração sejam, em média, superiores à cobrada pela Pilla. No entanto, nenhum exemplo que suportasse a alegação dos acusados foi trazido aos autos, informação esta que, frise-se, poderia ser consultada, em tese, pela rede mundial de computadores¹⁰.

32. A acusação não traz, contudo, qualquer explicação sobre como tal fato estaria relacionado à acusação formulada contra os defendentes. Entendo que a taxa de administração não guarda relação com o problema da negociação excessiva. Mais ainda, como regra geral, parece-me não caber à CVM determinar qual taxa deva ser cobrada, devendo esta ser livremente pactuada entre as partes e informada de forma clara aos interessados¹¹.

Conclusões sobre a acusação de giro excessivo.

33. Conforme expus acima, a acusação logrou reunir um conjunto robusto de evidências que comprovam que a carteira do Pillainvest foi girada de forma excessiva, considerado o perfil do Fundo.

34. Com efeito, as características do Fundo demonstram de forma contundente que a grande quantidade de operações realizadas pela Pilla ("giro a curto prazo", nos termos utilizados pelos acusados) e o alto custo daí decorrentes, não se mostram compatíveis com a estratégia definida no regulamento, que a Corretora estava obrigada a respeitar.

35. Embora não seja necessário, para a avaliação de um caso de negociação excessiva, que a rentabilidade auferida pelo cliente tenha sido pior do que a média de investimentos semelhantes, a Acusação logrou demonstrar que a gestão praticada pela Pilla contribuiu para que o Fundo apresentasse um desempenho

danoso aos cotistas. No período considerado, a cota do Fundo teve desvalorização de 57,35%, significativamente maior do que a redução do Ibovespa no mesmo período (11,13%)¹².

36. Por fim, ressalto que a prova de intenção de auferir vantagem financeira indevida decorre do fato de a Corretora ter sido a principal beneficiária da excessividade de negócios que realizou em nome do Fundo, pois ela figurou como instituição intermediária de todas as operações realizadas, percebendo taxa de corretagem que representou grande parte dos custos de transação suportados pelo Fundo.

37. Diante de todo o exposto, concluo que, nos anos de 2010, 2011 e 2012, a Pilla promoveu negócios com os valores mobiliários da carteira da Pillainvest com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si, em infração ao art. 16, VI, da Instrução CVM nº 306/99.

III. Negligência na defesa dos direitos e interesses dos cotistas do Fundo ao não negociar desconto nas taxas de corretagem.

38. Pilla e o seu diretor responsável são também acusados de infração ao artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004, dispositivo que, no revogado normativo, vigente à época dos fatos, formalizava o dever do administrador e do gestor de "exercer as suas atividades, buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações, ou irregularidades que venham a ser cometidas sob a sua administração, ou gestão".

39. A acusação decorre do fato de todas as operações realizadas pelo Pillainvest no período terem sido intermediadas pela própria Corretora e com um custo "cheio" de corretagem, isto é, sem nenhum percentual de rebate para o Fundo. Segundo a acusação, tal prática estaria em desalinho com as práticas de mercado, caracterizando violação do dever fiduciário inerente à atividade de administração de fundos de investimento realizada pela Corretora.

40. Como mencionei no voto que proferi no julgamento do já referido Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2013, acusações dessa natureza partem da correta premissa de que os deveres fiduciários inerentes à administração e gestão de recursos de terceiros se sobrepõem aos interesses próprios da corretora de valores mobiliários enquanto intermediária. Dentre tais deveres, encontra-se o de buscar as melhores condições para a execução do trabalho contratado, o que, naturalmente, inclui a negociação de condições comerciais, tais como taxa de corretagem, compatíveis com o cliente representado. Sobre o assunto, reporto-me ao bem lançado voto da então Diretora-relatora Maria Helena Santana no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8510, julgado em 04.04.2007¹³.

41. O assunto ganha mais complexidade quando a mesma entidade atua como gestora de recursos e intermediária das operações. A CVM não proíbe que uma única pessoa jurídica exerça simultaneamente as atividades de administração, gestão e intermediação, mas, desde o advento da Instrução CVM nº 494/2011, exige que sejam indicados diretores diferentes para atividades potencialmente conflitantes. A concentração de atividades não tem o condão de mitigar, ou relativizar, os deveres fiduciários devidos aos clientes, cujos interesses devem ser sempre colocados em primeiro lugar.

42. Por outro lado, e especialmente quando não se exigiam de tais participantes os arranjos de governança acima referidos, deve-se proceder com cautela na revisão, *a posteriori*, das condições contratuais pactuadas. Nesse sentido, o Colegiado da CVM, por unanimidade, afastou uma acusação similar à ora em exame no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2013, de minha relatoria, uma vez que a acusação não logrou afastar os argumentos de que descontos praticados para determinados clientes se inseriam em uma lógica comercial legítima.

43. No caso em apreço, entendo que a Corretora deixou de buscar melhores condições de intermediação das operações para o Fundo.

44. A quantidade de recursos do Pillainvest e, principalmente, o elevado volume de operações por ele realizado, seriam mais do que suficientes para justificar a busca de descontos junto à própria Pilla, ou a outros intermediários em relação à corretagem praticada no mercado, que, usualmente, não é o que se cobra de um investidor com essas características.

45. Com efeito, a Corretora sequer contestou os fatos alegados pela Acusação, buscando apenas justificá-los sob o argumento de que suporta elevados custos de observância regulatória.

46. O argumento da Defesa não merece acolhida. Em primeiro lugar porque custos referentes à administração do Fundo não se confundem com as taxas pagas pela intermediação dos negócios cursados em bolsa. Nesse sentido, vale ressaltar que as características do Fundo foram também utilizadas como argumento para justificar as taxas de administração. No tocante à taxa de corretagem, esse tipo de argumento parece uma verdadeira cortina de fumaça, pois não enfrenta o cerne da questão, i.e., o fato de que era dever da Corretora, enquanto administradora de fundo de investimento, buscar melhores condições comerciais que estivessem disponíveis no mercado para o seu cliente.

47. Ante todo o exposto, concluo que a Pilla de fato descumpriu os deveres fiduciários que tinha na qualidade de administradora e gestora do Pillainvest. Não obstante, entendo que tal conduta está absorvida pela infração de negociação excessiva.

48. Com efeito, aquilo que a Acusação aponta como “quebra no dever fiduciários, uma vez que não foram buscadas pela instituição administradora as melhores condições de preço para as execuções das ordens” configurou, no caso concreto aqui analisado, um dos meios pelo qual se buscou alcançar a obtenção da vantagem indevida pela Corretora.

49. Como disse anteriormente, o fato de todas as operações realizadas pelo Pillainvest terem sido intermediadas pela própria Pilla, com o preço “cheio” de corretagem, sem descontos, ou rebates, foi considerado na caracterização do ilícito de negociação excessiva. Dessa forma, a lesividade da “negligência” em buscar descontos, ou rebates, nas taxas de corretagem relativas às operações do Fundo restou exaurida pela infração ao art. 16, VI, da Instrução CVM nº 306/99, autorizando a aplicação do princípio da consunção.

IV. Responsabilidade do diretor responsável.

50. Elézio Brun figurou como diretor da Corretora responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários durante todo o período aqui

analisado e, conforme documentos presentes nos autos, esteve à frente da gestão da Pillainvest, inclusive emitindo motivações sobre os negócios realizados, razões pelas quais deve responder pelo ilícito apontado.

V. Conclusão.

51. Passo, por fim, à fixação das penalidades a serem cominadas aos acusados.

52. Começo assinalando que a prática de *churning*, capitulada com base no art. 16, VI, da Instrução CVM nº 306/99, é considerada infração grave para os fins previstos no §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, nos termos do art. 18 da Instrução CVM nº 306/99.

53. Para os fins de dosimetria, considero como agravantes, para a Pilla e para Elézio Brum:

- (i) O fato de a Corretora ter logrado obter vantagem indevida, almejada em detrimento do Fundo Pillainvest; e
- (ii) O fato de o ilícito ter perdurado por três anos e ter sido cometido mediante dissimulação, inclusive com a apresentação de supostas motivações para os negócios excessivos realizados em nome do Fundo.

54. Por outro lado, contam como atenuantes os bons antecedentes de ambos acusados.

55. Destaco não ter sido possível dimensionar a vantagem indevida obtida pela Corretora, pois, em relação aos anos de 2010 e 2011, não há menção ao *quantum* pago a título de taxa de corretagem e, em relação ao ano de 2013, embora a acusação tenha demonstrado que o Pillainvest desembolsou R\$889.759,33 sob a mencionada rubrica, não foi discriminado o excesso de corretagem decorrente do ilícito.

56. Acredito que devemos avançar nos estudos acerca da matéria, não só para atualizar os indicadores de *churning* para as atuais condições do mercado como também para estabelecer uma metodologia para a quantificação da vantagem decorrente da prática do ilícito, o que nos forneceria um referencial para a fixação da pena pecuniária em casos similares.

57. Diante de todo o exposto, voto nos seguintes termos:

- i. Pela condenação de PILLA CVM Ltda., à pena de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais), por violação ao art. 16, VI, da Instrução CVM nº 306/99;
- ii. Pela condenação de Elézio Luiz Brun, diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, à penalidade de suspensão de registro de administrador de carteira, pelo prazo de cinco anos, por violação ao art. 16, VI, da Instrução CVM nº 306/99; e
- iii. Pela absolvição da Pilla CVMC Ltda. da imputação de infração ao art. 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004; e

- iv. Pela absolvição de Elézio Luiz Brun da imputação de infração ao art. 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004.

É como voto.

Rio de Janeiro, 24 de abril de 2018.

Gustavo Machado Gonzalez
Diretor-Relator

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.

² PAS CVM nº 11/2013, julgado em 30.01.2018, Diretor-relator Gustavo Machado Gonzalez.

³ Artigo 2º (fls. 37). A própria Corretora considerou o perfil de investimento dos participantes do Fundo como "moderado" (fl. 71).

⁴ Artigo 11º (fl.40).

⁵ Parágrafo único do art. 12º (fls. 41).

⁶ Há diferentes formas de calcular o TR, que podem considerar, por exemplo, apenas as compras, ou as compras e as vendas. Sobre o assunto, cf. Estudo ASA.

⁷ PAS CVM nº 11/2013, julgado em 30.01.2018, Diretor-relator Gustavo Machado Gonzalez; PAS CVM nº RJ2014/12921, julgado em 10.02.2017, Diretor-relator Pablo Renteria; PAS CVM nº 24/2010, julgado em 27.05.2015, Diretora-relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes; PAS CVM nº SP2012/480, julgado em 27.10.2014, Diretor-relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

⁸ Para fins de comparação, a Acusação utilizou a mesma metodologia utilizada no estudo da ASA, i.e., no indicador de custo de negociação para o Fundo estão incorporados somente o custo de venda de ativos em Bolsa, uma vez que, contabilmente, as despesas de corretagem relativas às compras de ativos estão incorporadas no preço de aquisição.

⁹ Fls. 253/573 e 707/965.

¹⁰ Nesse aspecto, incide o art. 36 da Lei nº 9.784/99: cabe ao interessado a prova dos fatos que tenha alegado, sem prejuízo do dever atribuído ao órgão competente para a instrução e do disposto no art. 37 desta Lei.

¹¹ Os precedentes da CVM que trataram de acusações formuladas com base na cobrança de taxa de administração tinham como pressuposto o fato de as taxas elevadas inviabilizarem o fundo de atingir os seus objetivos de investimento, constantes do regulamento, sendo, portanto, distintas da situação ora em exame. E.g. PAS CVM nº RJ2012/2338, Diretora-relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 12.03.2013.

¹² A diferença encontrada em relação ao apresentado no Relatório se refere ao fato de a Acusação ter considerado equivocadamente no cálculo o ano de 2013, e não apenas os anos de 2010, 2011 e 2012.

¹³ Vide, em especial, os itens 17 a 20.