



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VOTO

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.004043/2016-69

Reg. Col. nº 1266/2018

Assunto: Recurso interposto por investidor contra decisão do Conselho de Supervisão da BSM em sede de Processo de Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos.

Relator: Presidente Marcelo Barbosa

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Trata-se de recurso (“Recurso”) interposto por Sergio Sender (“Reclamante”) contra decisão do Conselho de Supervisão da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (“BSM”) que, no âmbito do Processo MRP nº 23/2014, deferiu parcialmente seu pedido de ressarcimento de prejuízos contra a CGD Investimentos CVC S.A. (“Reclamada”), pela suposta realização, entre 21.08.2012 e 05.07.2013 (“Período”), de operações não autorizadas e em desacordo com seu perfil de investidor[1].
2. Em sua decisão, o Conselho de Supervisão da BSM adotou o entendimento de que todas as operações não autorizadas deveriam ser consideradas para apuração do valor a ser ressarcido, independentemente de terem apresentado lucro ou prejuízo. A partir desse critério, concluiu-se que o valor indenizável seria de R\$44.636,03[2], equivalente ao prejuízo obtido em determinadas operações (R\$49.162,68), descontado o lucro obtido em outras (R\$4.526,65) ao longo do Período[3].
3. Ao analisar o Recurso, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”) se posicionou de modo diverso. Nos termos do Memorando nº 118/2018-CVM/SMI/GME, datado de 27.08.2018[4] (“Memorando”), a área técnica entendeu que *“as operações lucrativas, mesmo que não autorizadas, não devem entrar no cálculo do ressarcimento do MRP, pois esse instrumento visa proteger o investidor das ordens infieis que geraram perdas financeiras”* (§ 27).
4. Diante disso, sugeriu o provimento parcial do Recurso[5], propondo nova metodologia para apuração da quantia indenizável ao Reclamante, a qual não deveria corresponder ao resultado líquido da totalidade das operações não autorizadas, mas à soma do prejuízo obtido tão somente nas *“operações não autorizadas que tiveram resultado negativo”* (§28) – no caso concreto, R\$49.162,68. A esse respeito, a SMI destacou:

“Vale alertar que é inovador esse critério proposto para o cálculo do prejuízo, qual seja, deixar de efetuar o cálculo com base no agregado das ordens, passando a considerar apenas as ordens não autorizadas que resultaram em prejuízo. Essa área técnica entende que esse novo critério é mais compatível com a natureza do MRP, especialmente considerando-se que o art. 77 [da Instrução CVM nº 461/07] é explícito ao considerar que a função do mecanismo é ressarcir os investidores dos prejuízos causados pela ação do intermediário, sendo certo que cada ordem não autorizada caracteriza uma ação autônoma do intermediário.” (§ 30, grifou-se)

5. Contudo, do modo como vejo, o entendimento mais adequado é aquele expresso na decisão do Conselho de Supervisão da BSM.
6. Em primeiro lugar, parece-me que a abordagem mais pertinente para a análise deste caso é aquela que examina as operações irregulares em seu conjunto, não como ações autônomas. Afinal, a Reclamada manteve-se realizando negociações em nome do Reclamante sem o seu consentimento durante todo o Período, preservando a mesma conduta antijurídica.
7. Tendo em vista que, no caso concreto, todas as operações realizadas evidenciam o mesmo nexo de causalidade[6] – a infiel execução de ordens pela Reclamada durante o Período foi a conduta que deu causa ao dano suportado pelo Reclamante (infração ao art. 77, I da Instrução CVM nº 461/07) –, fica claro um padrão de conduta da Reclamada perpetrado através de uma série de ações consecutivas[7].
8. Cabe aqui uma ressalva importante: ao avaliar o conjunto de operações em um determinado período, é possível que tais operações estejam associadas a atos ilícitos não coincidentes (praticados, por exemplo, por agentes distintos ou decorrentes de ações ou omissões diversas) e que, por consequência, apresentam diferentes nexos de causalidade. Nestas hipóteses, entendo que a compensação entre os resultados das operações, para fins de determinação do valor a ser ressarcido, poderia não se justificar.
9. Ademais, não concordo com a alegação de que a nova metodologia proposta estaria alinhada à finalidade do MRP de *“proteger o investidor das ordens infielis que geraram perdas financeiras”*. Tal interpretação do disposto no *caput* do art. 77[8] da Instrução CVM nº 461/07, a qual não me parece a mais adequada, resulta em extrapolação da efetiva finalidade deste mecanismo de ressarcimento de prejuízos.
10. Ajuda no bom entendimento da questão que tenhamos claro o próprio conceito de indenização. Tendo em vista que tanto a referida Instrução [9] quanto o Regulamento do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (*“Regulamento”*)[10] não especificam a metodologia a ser adotada para apuração do valor indenizável, cabe recorrer ao tratamento conferido ao instituto jurídico da indenização no âmbito da Responsabilidade Civil[11].
11. O *caput* do art. 944[12] do Código Civil positivou em nosso ordenamento jurídico o Princípio da Reparação Integral do Dano, segundo o qual se atribui *“ampla proteção à vítima, empregando-se todos os esforços para fazê-la retornar ao status quo anterior ao prejuízo”*[13]. Como se vê, o dispositivo demanda que o valor da indenização corresponda, necessariamente, à exata extensão do dano, não sendo possível ultrapassar tal limite[14]. Busca-se, dessa forma, garantir que se retorne ao *status quo* anterior à conduta lesiva, eliminando-se as consequências do ato ilícito.

12. As premissas do direito à indenização, portanto, não permitem que se conduza o investidor lesado à situação mais benéfica do que aquela em que se encontrava antes da conduta ilegal[15]. A partir da definição do dano patrimonial causado ao investidor, atribuir-lhe qualquer vantagem pecuniária adicional representaria enriquecimento sem causa[16]. Conforme Pontes de Miranda, “[q]uem deve reparar o dano tem de restaurar o estado de coisas que existia como seria se não tivesse havido o fato ilícito. Reparar com lucro para o titular da pretensão seria enriquecê-lo injustificadamente”[17].
13. No âmbito deste processo, apurou-se que as ordens executadas pela Reclamada no Período sem autorização prévia do Reclamante resultaram em ganhos e perdas patrimoniais para o Reclamante, sendo certo que o resultado líquido foi desfavorável ao investidor no valor de R\$44.636,03. Essa é a exata medida da extensão do dano patrimonial causado pela execução infiel de ordens, devendo ser este, portanto, o valor a ser ressarcido pelo MRP ao investidor[18].
14. Afinal, nos termos do art. 944, *caput*, do Código Civil, a indenização ou ressarcimento “*mede-se pela extensão do dano*”. E, conforme visto, o art. 77 da Instrução CVM nº 461/07 dispõe que o fim a que visa à norma é justamente *ressarcir* o investidor dos danos sofridos[19], nos termos previstos no contrato firmado entre os participantes do mercado com a BSM (i.e. o Regulamento).
15. Leitura diversa poderia até, de certa forma, aproximar o ressarcimento objeto do MRP da tese norte-americana dos danos punitivos, legitimando-se o pagamento de valor superior à extensão dos prejuízos causados ao Reclamado.
16. Nessa linha, percebe-se que além de exceder a natureza indenizatória do MRP, a metodologia proposta pela área técnica poderia dar margem para a criação de incentivos indesejados.
17. Afinal, o MRP passaria a cobrir situações em que investidores que não suportaram nenhum prejuízo pecuniário – i.e. na hipótese de as operações irregulares apresentarem tanto ou mais resultados positivos do que negativos[20] – receberiam valores do MRP sob o argumento de que as operações que apresentaram prejuízos deveriam ser individualmente consideradas e, portanto, ressarcidas.
18. Não me parece razoável destinar os recursos do MRP a tais investidores, mas somente àqueles que sofreram efetiva redução em seu patrimônio. Acolher a metodologia proposta no Memorando pela SMI significaria atribuir ao Reclamante benefícios que não lhe cabem e se desalinharía das disposições aplicáveis ao tema vigentes no ordenamento jurídico brasileiro. Entendo, assim, que o método até então adotado pelo Conselho de Supervisão da BSM e corroborado pela CVM, para apuração do valor a ser indenizado em casos de MRP, não merece ser substituído.
19. Ante todo o exposto, voto pelo não provimento do Recurso, com a consequente manutenção integral da decisão do Conselho de Supervisão da BSM, devendo o Reclamante ser indenizado no valor de R\$44.636,03, correspondente ao resultado líquido das operações irregulares realizadas pela Reclamada.

É como voto.

Rio de Janeiro, 19 de março de 2019.

Marcelo Barbosa

Presidente

[1] Segundo a Superintendência Jurídica da BSM – SJUR, tal infiel execução de ordens sem comprovação de autorização em nome do Reclamante caracterizaria infração ao art. 77, I da Instrução CVM nº 461/07.

[2] Conforme consta do voto do Conselheiro-Relator, datado de 17.03.2016, embora o Reclamante tenha solicitado o ressarcimento do valor total de R\$146.193,46, apenas seria *“passível de ressarcimento o prejuízo apurado pela área técnica para as operações consideradas irregulares, no valor de R\$44.636,03”* (fls. 1.910 a 1.923, doc. SEI nº 0120452). Segundo a SMI, esse valor corresponderia ao *“resultado líquido das operações em nome do reclamante para os (sic) quais a reclamada não apresentou a autorização das ordens executadas”* (§13 do Doc. SEI nº 0586008).

[3] Vide §§ 26 e 27 do Relatório nº 18/2018-CVM/SMI/GME, datado de 16.08.2018 (Doc. SEI nº 0578732).

[4] Doc. SEI nº 0586008.

[5] Vide § 31 do Memorando: *“a área técnica propõe o parcial provimento do recurso, com reforma da decisão da BSM no que se refere ao quantum indenizável, propondo a majoração do ressarcimento concedido para R\$49.126,68 (quarenta e nove mil cento e vinte e seis reais e sessenta e oito centavos)”*.

[6] Sobre o nexa de causalidade na Responsabilidade Civil: *“Um dos pressupostos da responsabilidade civil é a existência de um nexa causal entre o fato ilícito e o dano por ele produzido. Sem essa relação de causalidade não se admite a obrigação de indenizar. (...) O que se deve entender, juridicamente, por nexa causal determinante da responsabilidade civil? O esclarecimento dessa noção vamos encontrá-lo na lição de Demogue, ao precisar que não pode haver uma questão de nexa causal senão tanto quanto se esteja diante de uma relação necessária entre o fato incriminado e o prejuízo. É necessário que se torne absolutamente certo que, sem esse fato, o prejuízo não poderia ter lugar.”* (GONÇALVES, Carlos Roberto. *Responsabilidade Civil*. 15ª Ed. São Paulo: Saraiva, p. 477/478, 2014)

[7] Não há porque rejeitar a hipótese de um mesmo ato ilícito ser composto por um conjunto de ações. Nesse sentido, veja-se o seguinte ensinamento de Carlos Roberto Gonçalves: *“Ato ilícito é, portanto, fonte de obrigação: a de indenizar ou ressarcir o prejuízo causado (CC, art. 927). É praticado com infração a um dever de conduta, por meio de ações ou omissões culposas ou dolosas do agente, das quais resulta dano para outrem.”* (GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito Civil Brasileiro: Responsabilidade Civil*. v. 4. 11ª Ed. São Paulo: Saraiva, p. 33, 2016)

[8] *“Art. 77 A entidade administradora de mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses: (...)”*

[9] A esse respeito, somente consta do *caput* e inciso II do art. 78 da Instrução que a “entidade administradora de mercado de bolsa deve baixar regulamento específico disciplinando o funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, contendo no mínimo (...) descrição detalhada da forma de indenização aos reclamantes (...)”.

[10] Aprovado pelo Conselho de Supervisão da BSM em 11.04.2018.

[11] Nos termos do art. 4º da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro: “Quando a lei for omissa, o juiz decidirá o caso de acordo com a analogia, os costumes e os princípios gerais de direito.”

[12] “Art. 944. A indenização mede-se pela extensão do dano. Parágrafo único. Se houver excessiva desproporção entre a gravidade da culpa e o dano, poderá o juiz reduzir, eqüitativamente, a indenização.”

[13] Veja-se a citação completa: “A nova codificação vem, assim, consagrar a ideia que doutrina e jurisprudência brasileiras já imputavam à responsabilidade civil por meio do chamado princípio da reparação integral do dano. A ideia consiste em atribuir ampla proteção à vítima, empregando-se todos os esforços para fazê-la retornar ao status quo anterior ao prejuízo”. TEPEDINO, Gustavo, et. al. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República*. v. 2. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Revonar, p. 861, 2012.

[14] Nas palavras de Sanseverino: “Extrai-se desse enunciado que o princípio da reparação integral possui dupla função: a) piso indenizatório (todo o dano); b) teto indenizatório (não mais que o dano). (...) O valor da indenização não pode ultrapassar a extensão do dano, preservando-se a função de teto do princípio da reparação integral”. SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. *O Princípio da Reparação Integral e os Danos Pessoais*. *Jornal Carta Forense*. n.p., 2009. Disponível em: <<http://www.cartaforense.com.br/conteudo/artigos/o-principio-da-reparacao-integral-e-os-danos-pessoais/4768>>. Acesso em: 08.03.2019.

[15] Comentando sobre a necessidade de compensar os benefícios que a vítima tenha obtido em decorrência do ato ilícito com os prejuízos causados pelo mesmo ato para apurar a quantia indenizável (*compensatio lucri cum damno*), Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho destaca que: “O fundamento da *compensatio lucri cum damno* consiste, justamente, no princípio da reparação integral, uma vez que, caso não houvesse tal compensação, a vítima acabaria alcançando situação mais benéfica do que aquela em que se encontrava antes do evento danoso. Veja-se, a título ilustrativo, a Súmula 246 do STJ que autoriza, com relação ao seguro DPVAT, que seja deduzido do valor de indenização a ser pago pelo causador do dano o valor do seguro obrigatório DPVAT. Nesse caso, a vítima resta reparada integralmente, não recebendo mais do que o correspondente à extensão do dano.” MONTEIRO FILHO, Carlos Edison do Rêgo. *Limites ao princípio da reparação integral no direito brasileiro*. *Civilistica*, a. 7, n. 1, p. 15-16, 2018. Disponível em: <<http://civilistica.com/wp-content/uploads/2018/05/Monteiro-Filho-civilistica.com-a.7.n.1.2018.pdf>>. Acesso em: 08.03.2019.

[16] Nesse sentido: “A lógica do princípio da reparação integral como limite significa que o produto do ressarcimento deve se ater aos correspectivos efeitos da lesão, vedando-se que ultrapasse as dimensões de sua extensão, sob pena de enriquecimento sem causa. Isso porque o ideal de retorno ao estado anterior impõe se procure tornar a vítima indene, significa dizer, impõe que se apaguem as consequências da situação danosa (daí, na vertente patrimonial, utilizar-se o vocábulo indenização) (...) nada justificaria que o titular da pretensão reparatória auferisse quantias que sobejassem as projeções da lesão em seu patrimônio, ou

seja, que, para além da indenização recebida, lucrasse a partir da situação danosa.” (Ibid., p. 15).

[17] PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Tomo XXVI. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Borsoi, p. 52, 1959.

[18] Contudo, ao desconsiderar as operações lucrativas, a metodologia sugerida pela SMI alcança o valor de R\$49.126,68, superior à extensão dos prejuízos. Vide §29 do memorando da SMI (documento SEI nº 0586008).

[19] Nesse sentido, já constava do Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 06/2007 que: “A minuta exige que as bolsas mantenham um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da atuação de administradores, empregados ou prepostos de pessoa autorizada a operar, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa e aos serviços de custódia.” (p. 33, grifou-se)

[20] Tomemos como exemplo um investidor que obteve ganho de R\$2.000,00 com algumas operações e prejuízo de R\$1.000,00 com outras (resultado líquido positivo de R\$1.000,00), todas não autorizadas. Caso seja adotada a metodologia proposta pela SMI, o investidor preservará seu lucro e, ainda, receberá ressarcimento pelo MRP do valor correspondente às operações irregulares que apresentaram resultados negativos. Ao final, embora a conduta ilícita não tenha causado nenhum prejuízo pecuniário ao investidor, este receberia R\$1.000,00 pelo MRP.



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Santos Barbosa, Presidente**, em 27/03/2019, às 15:17, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0720821** e o código CRC **83B847D3**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0720821** and the "Código CRC" **83B847D3**.*