

**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](http://www.cvm.gov.br)

Ofício-Circular nº 5/2019-CVM/SMI

Rio de Janeiro, 11 de outubro de 2019.

Aos  
Diretores responsáveis pela Instrução CVM nº 539/13 junto aos intermediários

Assunto: **Melhores práticas para acompanhamento de operações com custos excessivos para os investidores.**

Senhores Diretores,

1. Este ofício-circular tem como objetivo trazer recomendações para os intermediários sobre medidas que podem ser adotadas para evitar a realização de operações excessivas por seus clientes com a finalidade de gerar receitas de corretagem ou outras comissões.

## I - INTRODUÇÃO

2. Diz o artigo 30 da Instrução CVM nº 505/11 que os intermediários devem exercer suas atividades com boa-fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes (artigo 30, *caput*), sendo-lhes vedado privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a eles vinculadas em detrimento dos interesses de seus clientes (artigo 30, parágrafo único).

3. Em paralelo, a Instrução CVM nº 539/13 – norma da CVM de *suitability* – requer que os intermediários avaliem e classifiquem (i) seus clientes em categorias de perfil de risco previamente estabelecidas (artigo 2º) e (ii) as categorias de produtos com que atuem, identificando as características que possam afetar sua adequação ao perfil de seus clientes (artigo 4º). Já o § 5º do artigo 2º do referido normativo ressalta que o intermediário deve considerar os custos diretos e indiretos associados aos produtos, serviços ou operações, abstendo-se de recomendar aqueles que, isoladamente ou em conjunto, impliquem custos excessivos e inadequados ao perfil do cliente.

4. As recomendações feitas nesse ofício-circular tomam como base manifestações recentes da CVM acerca da matéria e buscam apresentar aos intermediários boas maneiras de dar concretude aos deveres acima referidos.

## II - CHURNING

5. *Churning* é uma modalidade de fraude na qual pessoas se valem do controle que exercem sobre recursos de terceiros para fazer com que esses sejam negociados de modo excessivo, visando não ao melhor interesse do investidor, mas a gerar taxas e comissões para si ou para outrem.

6. Ao longo dos anos, a CVM instaurou e julgou diversos processos administrativos sancionadores relacionados à prática de *churning*. A jurisprudência consolidou o entendimento de que são três os elementos caracterizadores do *churning*: (i) giro excessivo da carteira de investimentos, à luz do perfil do cliente; (ii) controle sobre as operações cursadas em nome do investidor; e (iii) intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões.

## **II.1 - Giro excessivo da carteira de investimentos, à luz do perfil do cliente**

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<sup>[1]</sup>.

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’<sup>[2]</sup>)

b) Razão do custo sobre patrimônio (*Cost/Equity Ratio*: ‘C/E’<sup>[3]</sup>)

9. Os indicadores objetivos, tais como o ‘TR’ e o ‘C/E’<sup>[4]</sup>, 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.

## **II.2 - Controle sobre as operações cursadas em nome do investidor**

10. Como já referido, o segundo elemento caracterizador do *churning* é o controle sobre a conta do cliente. A princípio, o fato de a conta ter sido movimentada em patamares excessivos, incompatíveis com o perfil do investidor, normalmente não configura fraude, caso o próprio titular da conta tenha realizado as operações de forma consciente, conforme consta do julgamento do Processo Administrativo Sancionador SP2014/0465, julgado em 06.11.2018 pelo Colegiado da CVM<sup>[5]</sup>.

11. Em diversos precedentes, a prática de *churning* se deu em situações em que restou também caracterizada a administração irregular de carteira v. p. ex. PAS CVM nº 24/2010). Em muitos casos, contudo, o controle sobre a conta era exercido de maneira lícita. Nesse sentido, já se concluiu pela prática de *churning* no contexto de carteira administrada (v. p. ex. PAS CVM nº 22/2013), gestão de fundos de investimento (v. p. ex. PAS CVM nº RJ2015/6143) ou de clubes de investimento (v. p. ex. PAS CVM nº 11/2013).

12. No entanto, devem ser adotadas diligências necessárias no sentido de se identificar se o investidor, por falta de conhecimento e experiência sobre operações com valores mobiliários, consistentemente seguia as recomendações do agente, por confiança, sem conseguir entendê-las adequadamente.

13. Estabelece-se, assim, uma relação de confiança entre o investidor e o agente que, alegadamente, possui expertise no mercado de capitais, mas que pauta sua atuação não em função dos interesses do cliente, mas em buscar gerar remuneração para si mesmo e não rentabilidade para o cliente.

## **II.3 - Intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões**

14. O terceiro e último elemento é a intenção de gerar corretagem. Na maior parte dos casos, não há prova documental desse elemento volitivo, que resta demonstrado por indícios.

## **II.4 - Conclusões preliminares**

15. Diante do que já foi dito, pode-se concluir que os intermediários devem estabelecer rotinas e adotar procedimentos para evitar que seus clientes sejam vítimas de *churning*, bem como para evitar que seus funcionários e prepostos recomendem produtos, serviços ou operações cujos custos diretos e indiretos sejam, isoladamente ou em conjunto, excessivos e inadequados ao perfil do cliente.

16. Importante ressaltar que a infração ao artigo 2º, § 5º, da Instrução CVM nº 539/13 independe de qualquer consideração quanto a quem exerce o controle – inclusive de fato – sobre a conta do cliente.

## **III - COMO OS INTERMEDIÁRIOS DEVEM SE DESINCUMBIR DAS SUAS OBRIGAÇÕES**

### **III.1 - A importância das regras, procedimentos e controles internos**

17. Como já ressaltado, a regulamentação da CVM requer que os intermediários exerçam suas atividades boa-fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes, sendo-lhes vedado privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a eles vinculadas em detrimento dos interesses de seus clientes.

18. Para a concretização desses deveres é fundamental que o intermediário estabeleça regras, procedimentos e controles internos que sejam aptos a prevenir que os interesses dos clientes sejam prejudicados em decorrência de conflitos de interesses.

19. Já a Instrução CVM nº 539/13 exige que os intermediários também estabeleçam regras e procedimentos escritos, bem como controles internos passíveis de verificação, nos termos do art. 7º, inciso I, com o propósito de identificar a imposição de custos excessivos a determinado cliente, mesmo quando da execução de operações adequadas ao seu perfil. E, mais, que o procedimento indique, de forma clara, como se dará esse monitoramento, com evidências de seu implemento.

### **III.2 - Melhores práticas**

20. Embora os indicadores objetivos de giro excessivo não possam ser considerados como provas cabais e suficientes de qualquer irregularidade, eles sem dúvida consistem em boas referências para que os intermediários possam monitorar as operações realizadas por seus clientes. Assim, os intermediários devem implementar sistemas que permitam monitorar indicadores objetivos, como o 'TR' e o 'C/R'.

21. Tais sistemas idealmente devem gerar alertas quando determinados percentuais forem ultrapassados, de modo que o intermediário possa analisar a eventual prática de *churning* ou se seus funcionários e prepostos estão fazendo recomendações aos clientes em desacordo com o que diz o artigo 2º, § 5º, da Instrução CVM nº 539/13.

22. Já entre as melhores práticas para esse acompanhamento, exemplifica-se contatos com o cliente, apresentando a ele, de forma didática, os custos envolvidos em determinadas operações, avaliando se o cliente tem o devido entendimento do quanto está sendo abatido de eventuais ganhos de suas operações, bem como a avaliação do atendimento prestado pelo operador ou pelo agente autônomo de investimento que o assessora.

23. E nessa esteira, o intermediário deve monitorar as atividades do agente autônomo de investimento a ele vinculado, no sentido de garantir o cumprimento do disposto na Instrução CVM nº 497/11, nos termos do inciso II do art. 17, com destaque para o inciso IV e § 1º do art. 13, que veda ao agente autônomo exercer a atividade concomitante de administração de carteira, de consultoria ou de análise de valores mobiliários.

24. Com relação aos demais prepostos, que estejam diretamente assessorando o cliente, o intermediário também deve diligenciar no sentido de evitar que possa estar havendo transgressão a demais normas da CVM:

- a) Instrução CVM nº 598/18, que trata da atividade de analista de valores mobiliários;
- b) Instrução CVM nº 592/17, que trata da atividade de consultoria de valores mobiliários;
- c) Instrução CVM nº 558/15, que trata do exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários.

### **III.3 - Comunicações à CVM**

25. O intermediário, por todo o aqui exposto, deve monitorar os prepostos, de forma a, em identificando irregularidades, comunicar a CVM, no que é determinado pelo art. 32, inciso IV, da Instrução CVM nº 505/11.

## **IV - CONCLUSÃO**

26. Agindo assim, o que se espera é que o intermediário atue de forma diligente a mitigar a possibilidade de que pessoas, na condição de assessor, seja o agente autônomo, seja os demais prepostos, possam se valer da relação de confiança que mantenham com o cliente do intermediário para realizar operações que imponham custos excessivos, visando não ao melhor interesse do cliente, mas sim a gerar comissões para si e receitas de corretagem para o intermediário.

Atenciosamente,

Francisco José Bastos Santos  
Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários  
(SMI)

[1] Disponível em [http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2018/20180130\\_PAS\\_112013.html](http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2018/20180130_PAS_112013.html)

[2] *Turnover Ratio* (TR): indicador de giro da carteira do cliente, representado pela razão entre o total de compras realizadas (C) e a carteira média do cliente (PLm), em determinado período (n), expresso em termos anuais, conforme a seguinte expressão  $TR = (C/PLm) * (12/n)$

[3] *Cost/Equity Ratio* (C/E): complementa o indicador de giro, medindo diretamente as despesas de negociação, representado pela razão entre o total de despesas com corretagens e comissões (D) e a carteira média do cliente (PLm), em determinado período (n), expresso em termos anuais, conforme a seguinte expressão  $C/E = (D/PLm) * (12/n)$

[4] Os referidos indicadores foram objeto de estudos, tanto pela CVM (disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Estudo\\_Churning.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Estudo_Churning.pdf)), quanto pelo autorregulador, BSM Supervisão de Mercados (disponível em <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/REL-GAE-01-2011-Churning.pdf>)

[5] Disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/SP20140465\\_COMPLETO.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/SP20140465_COMPLETO.pdf)



Documento assinado eletronicamente por **Francisco José Bastos Santos, Superintendente**, em 18/10/2019, às 11:20, 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](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0862487** e o código CRC **89FD2EBF**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0862487** and the "Código CRC" **89FD2EBF**.*