

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS

CONSELHO DE SUPERVISÃO – TURMA

CONSELHEIRO-RELATOR: MARCUS DE FREITAS HENRIQUES

MEMBROS: HENRIQUE VERGARA E JOÃO VICENTE SOUTELLO CAMAROTA

PROCESSO ADMINISTRATIVO DISCIPLINAR Nº 02/2021 (“PAD 02/2021”)

DEFENDENTE: [REDACTED]

VOTO DO CONSELHEIRO-RELATOR

I. DA CONDUTA DE KENNEDY

1. As principais evidências trazidas pela Acusação são os e-mails mencionados no Relatório, que demonstrariam as infrações ao artigo 5º, inciso I, da Instrução CVM nº 539/2013 (“ICVM 539”) e ao artigo 10, *caput*, da Instrução CVM nº 497/2011 (“ICVM 497”). Nesse sentido, o primeiro e-mail mencionado (fls.6-7) indicaria que o Defendente realizou uma recomendação de investimento em desconformidade com o perfil de risco do cliente, em violação às regras de *suitability*, enquanto o segundo e-mail (fls.10-11) indicaria a violação ao dever de diligência do Defendente ao dar instruções de preenchimento do questionário de *suitability* para que o cliente alterasse seu perfil de risco de “moderado” para “agressivo”.

2. Ao longo dos autos deste PAD 02/2021, a autenticidade ou a veracidade do conteúdo de referidos e-mails não são negadas pelo Defendente, que procura trazer argumentos de ordem fática e material de sua conduta com a finalidade de justificar as violações apontadas pela Acusação. Assim, o Defendente procura demonstrar que [REDACTED] (“Investidor”) estava ciente dos riscos que assumiu, pois foi orientado acerca das operações estruturadas em questão, bem como solicitou auxílio para a mudança de seu perfil de investimento. Pela perspectiva esposada pelo Defendente, a sua conduta teria sido uma resposta diligente buscando os melhores interesses do cliente que atendia.

3. Para análise do presente caso, entendo que é útil a distinção, no campo do Direito Administrativo Sancionador, entre tipicidade da conduta e a culpabilidade do agente. Na análise da tipicidade, é possível considerar a ilicitude em seu caráter formal, fazendo-se um juízo de subsunção do comportamento concreto com a conduta descrita na norma abstrata¹, bem como a ilicitude em seu caráter material, de modo a verificar se a conduta infringe, concretamente, o bem jurídico tutelado pela norma.²

4. Considerados os elementos de ilicitude material na análise da tipicidade, cabe verificar a culpabilidade do acusado, de modo a verificar os elementos fáticos de sua conduta e definir se a sua culpa é de maior ou menor grau, o que reflete na definição da base de eventual sanção administrativa.³

a) *A tipicidade formal da conduta do Defendente*

5. No meu entendimento, as violações formais que são destacadas pela Acusação ficaram demonstradas nos autos deste processo administrativo disciplinar, de modo que tais descumprimentos normativos não podem ser desconsiderados na análise do caso, mesmo nas situações nas quais o peso de

¹ "O tipo ostenta uma primordial função de formalizar uma proibição, derivando do princípio democrático, vale dizer, da vontade soberana do Legislador. O tipo é, portanto, um modelo formal de conduta proibida, comprometido com o princípio da segurança jurídica. (...) A ilicitude, nesse caso, é formalmente afirmada pelo tipo que prevê o modelo de conduta proibida. Não há ilicitude capaz de autorizar a incidência da norma sancionadora, se não houver um tipo prevendo a expressa proibição desse comportamento". Cf. OSÓRIO, Fábio Medina. *Direito Administrativo Sancionador*. 7ª Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020, pp.292-293.

² "Uma vez afirmada a ilicitude formal da conduta proibida, com seu enquadramento no tipo repressivo, cabe averiguar a ilicitude material, ou seja, se o comportamento efetivamente agride o bem jurídico protegido pela norma ou mesmo o status de vigência formal e material dessa norma". Cf. OSÓRIO, Fábio Medina, *Ob.Cit.*, p.293.

³ "Nesse sentido, fala-se em culpabilidade em três acepções distintas, porém ligadas entre si, vale dizer: culpabilidade como fundamento da pena; culpabilidade como medição da pena; e culpabilidade como conceito contrário à responsabilidade objetiva. (...) Culpabilidade também significa medição da pena, embora outros princípios igualmente aqui incidam, como é o caso da proporcionalidade, razoabilidade, motivação, interdição e arbitrariedade. O autor de um ilícito deverá receber do Estado uma pena proporcional ao fato e às suas características pessoais que se revelem relevantes ao caso concreto. Inquestionavelmente, os elementos subjetivos do comportamento do agente devem ser levados em linha de conta pelos operadores jurídicos. A intensidade e o tipo de elemento subjetivo aparecem como notas relevantes na fixação da pena". Cf. OSÓRIO, Fábio Medina, *Ob.Cit.*, pp.389-392.

das infrações pode ser relativizado pelas circunstâncias fáticas, o que pode ser verificado na análise da tipicidade material da conduta e da culpabilidade do agente.

6. Relativamente à acusação de recomendação de produto fora do perfil de risco, o e-mail constante nos autos demonstra que, em 28.04.2016, o Defendente ofereceu ao Investidor uma estratégia com operações estruturadas envolvendo derivativos que, nos termos da política de *suitability* da XP Investimentos CCTVM S.A. (“XP” ou “Corretora”), só podiam ser recomendadas a investidores de perfil “moderado-agressivo” ou “agressivo” (fls.136-146). Como o perfil do Investidor, na data da recomendação (28.04.2016), era “moderado”, houve violação do artigo 5º, inciso I, da ICVM 539.

7. Nesse sentido, o argumento do Defendente de que o perfil mínimo exigido para as operações estruturadas era “moderado” não se sustenta. Conforme está claro na política de *suitability* da Corretora vigente em 28.04.2016 (Versão 3 da Política, datada de junho de 2015), o perfil mínimo para tais operações era “moderado-agressivo”, um perfil independente e que não se confunde com o perfil “moderado”.

8. Essa conclusão é reforçada pela própria XP, que em manifestação endereçada à CVM e que consta nos autos do processo (fls. 76), destaca que o Defendente “(i) não esclareceu satisfatoriamente os riscos da operação; (ii) antes de ser atribuído o perfil agressivo, ofereceu produtos incompatíveis com o *suitability* do cliente (em que pese a falha procedimental, as operações em desacordo com o perfil não geraram perda); (...)”.

9. Por essa razão, considero que a violação ao dispositivo da ICVM 539 foi devidamente comprovada pela Acusação.

10. De forma similar, o e-mail enviado pelo Defendente ao Investidor em 19.07.2016 (fls. 10 e 11) é claro ao apresentar Kennedy dando instruções detalhadas para que o Investidor respondesse ao questionário de *suitability* de modo a alterar o seu perfil de risco, conduta que, em minha visão, está em

desacordo com o dever de diligência e cuidado que os AAI devem ter em relação aos seus clientes, conforme estabelece o artigo 10, *caput*, da ICVM 497.

11. Vale reforçar que os questionários que têm por objetivo definir um perfil de risco para o investidor são elaborados com o objetivo de identificar as peculiaridades comportamentais dos investidores, de modo a resguardar tais pessoas de incursões de investimento para as quais não estão preparadas e, assim, evitar prejuízos desnecessários. Assim, é fundamental que os próprios investidores reflitam sobre as perguntas e respondam de forma independente, não devendo delegar tal atividade a terceiros ou serem induzidos a respostas pré-determinadas, o que distorceria os objetivos do questionário.

12. Nesse sentido, rejeito os argumentos trazidos pelo Defendente de que não teria havido violação de seu dever de diligência, pois estaria auxiliando o Investidor a se enquadrar às novas regras da Corretora em relação às operações com derivativos. Em primeiro lugar, porque o perfil "moderado" nunca permitiu a recomendação de tais operações estruturadas ao Investidor e, também, por não haver congruência entre a data em que foram enviadas as instruções de preenchimento do formulário de *suitability* (julho de 2016) e a data de entrada em vigor da nova política da Corretora (novembro de 2016) (fls.147-157).

13. Portanto, ambas as infrações regulamentares apontam para condutas que devem receber a devida censura por este Conselho de Supervisão. Mesmo nos casos em que haja violações formais, observar os procedimentos que visam garantir a proteção dos investidores é fundamental para a integridade do mercado de valores mobiliários brasileiro.

b) *A tipicidade material da conduta do Defendente e culpabilidade*

14. Colocados os contornos da violação formal da norma de *suitability* e do dever de diligência pelo Defendente, cabe analisar os elementos materiais de sua

conduta e aferir a sua culpabilidade por meio do sopesamento da violação objetiva da norma com os elementos fáticos do caso concreto.

15. A principal linha de argumentação do Defendente é a de que o Investidor teria sido devidamente orientado em relação às operações estruturadas que lhe foram recomendadas, tendo não só concordado expressamente com a estratégia explicada pelo Defendente, como, também, ordenado novas operações similares, indicando que conhecia os riscos e que estava satisfeito com a recomendação que lhe fora feita.

16. A efetiva ciência dos riscos do investimento e a escolha pela manutenção e renovação das operações estruturadas são elementos importantes para aferir a culpabilidade do Defendente. Com efeito, embora a conduta do Defendente caracterize uma ilicitude tipicamente formal, conforme apontado acima, de modo que a ciência e a plena concordância do Investidor não afastem a irregularidade da atuação do Defendente, tais fatores são importantes para medir o grau de reprovabilidade da conduta considerada nesse caso.

17. Nesse sentido, cabe salientar que, em 19.07.2016, o Investidor alterou o seu perfil de investimento para agressivo, o que indica que ele estava de acordo com a realização de operações restritas a esse perfil. Embora tal alteração tenha sido feita a partir das respostas enviadas pelo próprio, o que por si só constitui uma irregularidade conforme acima mencionado, não há como desconsiderar que o próprio Investidor manifestou a sua concordância com tais respostas ao preencher e enviar a nova versão do formulário de *suitability*.

18. Ademais, em 25.07.2016, o Investidor assinou um termo de ciência de risco, atestando que tinha conhecimento dos riscos envolvendo operações estruturadas e capacidade para compreender tais operações (fls. 98-102). A propósito, em precedente recente do Conselho de Supervisão da BSM, o relator do caso deu especial atenção à assinatura desse termo de ciência de risco e aos

indícios de que o defendente naquele caso já atuava em operações de risco. Nesse sentido, vale a reprodução do seguinte trecho do voto do Relator:

“26. No entanto, entendo que há uma segunda razão que enfraquece a argumentação da Acusação e que diz respeito aos elementos contidos no caso. Conforme se verifica nos autos, o Investidor tem um histórico de atuação que demonstra a realização de operações com elevado grau de risco, atuando no mercado de opções e na negociação sistemática de ações (fls. 22-39), não havendo qualquer elemento probatório que demonstre que o Investidor não tinha conhecimento de tais riscos e da natureza dessas operações.

“27. Por fim, não posso deixar de atribuir peso ao fato de que, posteriormente, o Investidor preencheu o respectivo “termo de ciência sobre riscos de operações estruturadas”, sendo classificado pela Corretora como sendo um investidor de perfil “agressivo”, de modo que o implemento da formalidade faltante veio a confirmar o histórico de sua atuação. Embora não se ignore a importância do cumprimento dessas formalidades de preenchimento do perfil de risco dos investidores, na análise dos casos concretos, não se pode ignorar a materialidade das situações em prol de tais formalidades, sendo importante considerar a ‘essência’ de tais circunstâncias, que podem, como é o presente caso, prevalecer sobre a ‘forma’.”⁴

19. Sem deixar de considerar as peculiaridades do presente caso, no qual há mais de uma imputação de irregularidade, além da recomendação de produto incompatível com o perfil de risco do investidor, entendo que a lógica do precedente pode ser aplicada ao presente caso. Com efeito, houve concordância expressa do Investidor com a realização das operações estruturadas, tanto ao alterar o perfil de

⁴ BSM Supervisão de Mercados, *Processo Administrativo Disciplinar nº 12/2018*, Conselho de Supervisão (Turma), Conselheiro Relator: João Vicente Scutello Camarota, julgado em 12 de agosto de 2021, p.9.

investimento em 19.07.2016, quanto ao assinar o Termo de Ciência de Riscos em 25.07.2016.

20. Ademais, também ficou comprovada nesse Processo a manutenção dessa estratégia de investimento por um certo período. Nesse sentido, segundo consta do Relatório de Auditoria (fls. 18), foram realizadas em nome do Investidor diversas outras operações com os mesmos tipos de derivativos entre julho de 2016 e agosto de 2017, sem que haja qualquer alegação no presente Processo sobre o seu desconhecimento e não concordância com tais operações,

21. Em relação à infração ao disposto no artigo 10, *caput*, da ICVM 497, embora o Defendente tenha errado ao enviar as respostas que o Investidor deveria preencher ao responder o questionário de *suitability* para alterar o seu perfil de risco, não agindo dentro dos parâmetros exigidos de seu dever de diligência, os elementos probatórios indicam que o Investidor tinha capacidade de discernir as respostas que deveria dar e que buscava, efetivamente, se posicionar de forma mais arrojada no mercado de valores mobiliários.

22. Isso é evidenciado pelo fato que, conforme demonstra o relatório de auditoria (fl.21), mesmo sem qualquer roteiro de respostas do Defendente, o Investidor respondeu novamente ao questionário de definição de perfil de risco em junho de 2017 e seu perfil novamente foi definido como "agressivo". Nessa segunda oportunidade, não há qualquer indício ou apontamento que o Defendente tenha atuado para influenciar o Investidor, o que indica o desejo do Investidor em se manter posicionado em investimentos mais arriscados.

23. Cabe destacar, por fim, que nos autos deste processo administrativo disciplinar, não há qualquer elemento de prova indicando que o Defendente tenha agido com a finalidade de ludibriar o Investidor ou induzi-lo em erro quanto à realização das operações estruturadas. Não se extrai dos autos do processo qualquer indicativo de que o Defendente tenha incentivado o Investidor a realizar uma operação que não tinha conhecimento ou que não quisesse realizar.

24. Em casos como este, considero importante que o dolo e o emprego de ardil, se for o caso, estejam bem caracterizados nos autos de um processo administrativo de natureza sancionatória, de modo que é fundamental que os indícios e os elementos probatórios sejam destacados e indiquem claramente a conduta maliciosa no induzimento do investidor a um investimento inadequado ao seu perfil de risco.

25. Em suma, embora a conduta do Defendente seja formalmente típica e o cumprimento formal das normas pelas quais foi acusado seja importante, em razão da função regulatória que desempenham na credibilidade dos agentes que atuam no mercado de valores mobiliários brasileiro, em termos materiais, a atuação do Defendente é atenuada pelas circunstâncias do caso, que indicam que o Investidor era pessoa capaz de compreender os riscos das operações estruturadas, tendo declarado exatamente essa capacidade e concordado com o investimento que lhe fora recomendado.

II. DA DOSIMETRIA

26. Por considerar que houve infração às regras estabelecidas no artigo 5º, inciso I, da ICVM 539 e no artigo 10, *caput*, da ICVM 497, entendo que a conduta do Defendente é reprovável, sendo cabível a aplicação de uma sanção. Conforme destacado ao longo do voto, tais regras pressupõem certos deveres procedimentais que devem ser observados pelos AAI no mercado de valores mobiliários, de modo que é necessário deixar claro que o Defendente não agiu corretamente, sendo possível e necessária uma conduta diversa da que teve.

27. No entanto, por haver elementos que indicam que o Investidor tinha ciência da realização das operações estruturadas e concordou a alteração de seu perfil de investimento, entendo que a culpabilidade do Defendente é de menor grau. Somando isso ao fato de não ter histórico de condenações prévias, que é um atenuante, entendo que a penalidade, por ambas as imputações no presente caso, pode ser, também, de menor grau.

28. Portanto, ante o exposto, voto pela **condenação de Kennedy** à penalidade de **advertência**, por ter recomendado investimento fora do perfil de risco de investidor, em infração ao artigo 5º, inciso I da ICVM 539 e por ter dado instruções de respostas de questões constantes no formulário de *suitability*, em infração ao artigo 10, *caput*, da ICVM 497.

29. É como voto.

São Paulo, 15 de dezembro de 2022.

Marcus de Freitas Henriques

Marcus de Freitas Henriques
Dec 19, 2022 10:06 PM BRT

Marcus de Freitas Henriques
Conselheiro-Relator