



Guia de Parâmetros para
Caracterização da Prática de
Churning no Brasil

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS

Sumário

Apresentação	3
1. Sumário Executivo	4
1.1. Caracterização dos Critérios de <i>Churning</i> no Brasil	5
1.2. Nova Perspectiva Regulatória	7
2. Introdução	9
3. <i>Churning</i> no Cenário Internacional	13
3.1. Estados Unidos da América	14
3.2. Reino Unido	23
3.3. Austrália	25
4. Indicadores de <i>Churning</i>	28
4.1. Análise dos Indicadores sob a Ótica Internacional	29
4.2. Aplicação dos Indicadores para o Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro	33
4.3. Nova Perspectiva Regulatória – Parâmetros Relativizados	38
5. Diligências Esperadas dos Participantes	40
6. Desafios do Tema no Brasil	43
7. Conclusão	45

Apresentação

A BSM Supervisão de Mercados (“BSM”) no exercício de suas funções de autorregulação dos mercados organizados administrados pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) divulga o presente Guia de Parâmetros para Caracterização da Prática de *Churning* no Brasil (“Guia”), com objetivo de orientar os Participantes quanto aos requisitos que devem ser observados para potencial caracterização de práticas do ilícito de mercado denominado *churning*, tipificado como operação fraudulenta no Brasil, e que deverão ser objeto de monitoramento pelos Participantes, nos termos da Resolução CVM nº 62/2022 (“RCVM 62”) e da Resolução CVM nº 35/2022 (“RCVM 35”).

O presente Guia reflete exclusivamente melhores práticas e seu conteúdo, sob nenhuma hipótese, vincula as discussões sobre o tema no âmbito da autorregulação da BSM.

As orientações nele contidas não devem ser interpretadas de forma a contrariar, mitigar ou se opor a nenhum normativo presente na legislação, regulação e autorregulação aplicáveis ou, ainda, a decisões do Colegiado da CVM e do Conselho de Autorregulação da BSM, e se prestam apenas a orientar os Participantes dos mercados organizados administrados pela B3 (“Participantes”) acerca das melhores práticas para a identificação de potencial caracterização do ilícito de *churning*, o que poderá ser utilizado pelos Participantes como base para definição de modelos e parâmetros de monitoramento e identificação de atipicidades relacionadas a tal prática irregular.

Desse modo, o presente Guia se apresenta como um material de auxílio e orientação para a identificação de potencial caracterização de *churning* e, dessa maneira, objetiva auxiliar no monitoramento e na identificação de tal ilícito de mercado, sendo certo que não constitui, de nenhuma forma, esgotamento dos modelos e parâmetros que podem ser utilizados pelos Participantes para atendimento da regulamentação vigente. Os exemplos presentes neste Guia são meramente ilustrativos e contêm dados fictícios e não representam casos concretos, tampouco identificam pessoas físicas ou jurídicas.

Os termos definidos estão previstos no Glossário BSM¹ ou são definidos no presente Guia.

¹ Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/normativos-bsm>.



1. Sumário Executivo



1.1 Caracterização dos Critérios de *Churning* no Brasil

O presente Guia foi elaborado pela BSM com o intuito de **(i)** atualizar os estudos e os indicadores da prática de *churning* para o mercado de valores mobiliários brasileiro, utilizando como fonte de inspiração *benchmarks* internacionais e estudos anteriores sobre o tema publicados pela CVM e pela própria BSM; e **(ii)** alertar e orientar os Participantes acerca da necessidade de se estabelecer mecanismos de monitoramento de tal ilícito, propondo subsídios técnicos para auxiliá-los na identificação e comunicação de potenciais casos de *churning*, tanto no Segmento Listado, quanto no Segmento de Balcão Organizado.

A partir de uma análise acerca da evolução da regulação e da autorregulação nacional e internacional, a BSM concluiu pela necessidade de atualização dos elementos clássicos caracterizadores de tal ilícito no Brasil – sem prejuízos de reflexões realizadas com base em inovações regulatórias que serão abordadas nas seções subsequentes, quais sejam: **(i)** a constatação do giro excessivo da carteira de investidores, que se concretiza por meio dos indicadores, denominados neste estudo de *turnover ratio* e *cost-equity ratio*; **(ii)** o controle direto ou indireto da conta exercido sobre a carteira do investidor; e **(iii)** a intenção de se obter vantagem financeira para si ou para outrem.

As conclusões dessas atualizações seguem abaixo sumarizadas.

1.1.1 Turnover Ratio no Brasil (“TR”): indicador que representa número de “giros” efetuados com a carteira do investidor, calculado a partir da comparação do volume total de operações de um investidor em determinado período com o valor médio da sua carteira no mesmo período. Quanto maior o valor do indicador, mais atípica é a situação.

- i. Foram utilizados parâmetros referenciados nas médias de *turnover* de fundos de investimento em ações², com gestão profissionalizada, utilizando base anualizada, atualizada para o ano de 2024.
- ii. A metodologia considerou como parâmetro a média de *turnover* de fundos de investimento em ações que adotam uma gestão ativa e que atendam principalmente investidores pessoas físicas e jurídicas não financeiras, ou do segmento *private*, atualizada para o ano de 2024.
- iii. Da atualização dos valores, a BSM sugere que a TR **(i)** menor que 2 (dois) não consiste em indício de potencial prática de *churning*; **(ii)** superior a 2 (dois) e inferior a 8 (oito) consiste em indício de potencial *churning*; e **(iii)** superior a 8 é considerada presunção relativa com relação à caracterização do *churning*.

1.1.2 Cost-Equity Ratio no Brasil (“CE”): indicador calculado a partir da comparação do total de despesas incorridas pelo investidor em razão do giro da sua carteira em determinado período com o valor médio da sua carteira no mesmo período e com a média histórica do Ibovespa dos últimos 30 (trinta) anos, descontando-se a inflação³. Quanto maior o valor do indicador, mais atípica indica ser a situação.

- i. Foram utilizados parâmetros referenciados na rentabilidade histórica do Ibovespa, considerando uma base anualizada, atualizada para o período de 1996 a 2024.
- ii. Da atualização dos valores, a BSM sugere que os indicadores de CE com valores superiores a **11,2%** são indicativos de potencial ilícito de *churning*. O referido cálculo deve ser atualizado anualmente para cada caso concreto, com base nos valores das médias de cada ano, devendo não exceder o período de 30 (trinta) anos anteriores à data do indicador calculado.
- iii. O racional para adotar esse parâmetro é bastante simples e objetivo: a rentabilidade esperada de um investidor médio que aplique na Bolsa pode ser representada pela rentabilidade média do Ibovespa. Desta forma, a BSM sugere que uma estrutura de custo que assuma valores superiores a este reduz a possibilidade de lucro do investidor em função do alto custo por ele pago.

1.1.3 Controle da Conta do Investidor: em que pese o controle direto ou indireto de conta ser considerado como requisito essencial para caracterização da prática de *churning* no Brasil, a BSM propõe uma revisão na forma que tal requisito é identificado, para que seja considerado em um contexto mais amplo, em conjunto com outras variáveis também aptas a caracterizar indícios de tal ilícito de mercado.

- i. Dentre os critérios que a BSM entende que devem ser considerados para uma análise acerca de eventual caracterização de controle indireto de conta estão: o perfil de *suitability* do investidor, a transparência das operações realizadas e dos seus resultados para o investidor, sugestões de operações enviadas unilateralmente de forma automatizada ao investidor (*push*), tempo de permanência dos ativos em custódia, o estímulo e a recomendação para a realização de novas operações, a mudança do padrão operacional do investidor, bem como o fundamento econômico e a razoabilidade das operações realizadas.

2 A métrica que referenciou o cálculo do indicador pela BSM será oportunamente abordada no Item 4.2.1 do presente Guia.

3 A métrica que referenciou o cálculo do indicador pela BSM será oportunamente abordada no Item 4.2.2 do presente Guia.

- ii. Essa proposta busca aproximar os critérios adotados no mercado de valores mobiliários brasileiro ao padrão identificado nos *benchmarks* internacionais, que passaram a prescindir o controle direto da conta como requisito indispensável para a caracterização do *churning*, e passaram a avaliá-lo dentro de uma perspectiva mais ampla do caso concreto e da diligência do Participante e dos seus prepostos, como os seus operadores e assessores de investimento.
- iii. No Brasil, houve uma evolução regulatória no sentido de se caracterizar objetivamente como irregularidade regulatória a realização de recomendações de produtos, serviços ou operações, que impliquem em custos excessivos aos investidores e consequentemente, em receitas excessivas aos Participantes e seus prepostos, prescindindo, para tanto, o controle da conta dos investidores, conforme previsto no artigo 3º, §5º, da Resolução CVM nº 30/20214 (“RCVM 30”).
- iv. Contudo, a referida infração à RCVM 30 não é capaz de caracterizar a prática de *churning*, uma vez que a jurisprudência administrativa nacional ainda se baseia na demonstração específica dos 3 (três) elementos específicos, mencionados anteriormente, apenas relativizando a sua aplicação em alguns casos concretos.

1.1.4 Intenção de Gerar Receitas Indevidas: esse requisito se refere à ação deliberada do preposto do Participante em recomendar ou realizar operações com o objetivo de obter comissões ou outras formas de remuneração, atuando em conflito com os melhores interesses do investidor.

- i. A caracterização dos demais indicadores, como a TR e a CE, são suficientes para que se presuma a intenção de gerar receitas indevidas.
- ii. Mesmo que os indicadores não alcancem os níveis considerados relevantes, a intenção de gerar receitas indevidas pode ser estabelecida através da análise das finalidades das operações, da adequação das operações ao perfil do investidor e da forma de comunicação entre o preposto do Participante e o investidor.

1.2 Nova Perspectiva Regulatória

Com o amadurecimento do tema *churning* e a evolução da forma de atuação dos agentes responsáveis pela prática de tal ilícito de mercado, uma nova abordagem regulatória tem sido adotada pela CVM, que se reflete na evolução dos critérios tradicionalmente utilizados para a sua caracterização, passando a analisar os casos concretos sob uma perspectiva sistêmica.

Mesmo nos casos em que os indicadores tradicionais, como a TR e a CE, ultrapassem ou não atinjam os patamares estabelecidos neste estudo, essa nova perspectiva permite uma avaliação mais modelável ao caso concreto. A esse respeito, destaca-se o precedente da CVM, proferido no âmbito do PAS CVM nº 11/2013.

4 Dispositivo análogo já tinha sido incluído na Instrução CVM 539/2013, revogada pela RCVM 30, de modo que foi atualizado com a publicação desta última.

“ Diante do exposto, resta claro que uma taxa de giro e uma razão de custo sobre o patrimônio que excedem os indicadores apontados nos estudos especializados não são, necessariamente, provas irrefutáveis da prática de *churning* – embora usualmente se considere que, nessas situações, existe uma presunção relativa de irregularidade. Do mesmo modo, em outros casos pode-se ao final concluir que a carteira foi girada em excesso, com o intuito de gerar corretagem, mesmo quando os indicadores de TR e C/E ficaram abaixo dos limites dos estudos. Afinal de contas, a análise dos indicadores sempre deverá ser feita à luz do perfil do cliente e das características do caso concreto. ”

PAS CVM nº 11/2013⁵

Com relação ao controle da conta, a CVM passou a relativizar e a reconhecer o controle indireto da conta, também chamado de controle de fato, de forma mais frequente, em especial nos casos em que o preposto do Participante se aproveita da confiança do investidor para fazer recomendações que não atendem aos seus interesses. O entendimento da CVM, quando decide pela caracterização de controle de fato, mesmo em situações nas quais a prova de tal controle fosse considerada de difícil produção, dá-se por uma análise ampla acerca do contexto e da razoabilidade das operações e da conduta dos prepostos envolvidos.⁶

A BSM defende que, a depender das características do caso concreto em análise, seja possível a relativização de um ou mais critérios tradicionais de caracterização do *churning*, que até então eram aplicados de forma taxativa, para que se viabilize o enfrentamento a novas estruturas fraudulentas modernizadas, engendradas com o mesmo objetivo fim daquelas originalmente construídas para realizar operações fraudulentas de giro de carteira, mas que evoluíram e foram concebidas com maior complexidade e cuidado, para dificultar o monitoramento, a supervisão e o alcance da atividade sancionatória.

Se a estrutura deste ilícito evoluiu para não ser capturada pelo monitoramento, supervisão e fiscalização, a regulação e a autorregulação devem evoluir em igual medida, para passar a capturar essas novas estruturas.

5 PAS CVM nº 11/2013 – Diretor Relator Gustavo Gonzalez – Julgado em 31.01.2018.

6 Nesse sentido, o excerto do voto proferido no âmbito do PAD nº 21/2013: “No tocante ao controle dos recursos, entendo que há diversas situações caracterizam sua ocorrência. Três delas são relevantes para análise dos fatos subjacentes a este PAS, a saber: (...) O acusado, atuando como agente autônomo, faz recomendações que são reiteradamente seguidas pelos clientes, em geral por inexperiência ou falta de conhecimento sobre o mercado de capitais, induzindo o investidor a erro. Nestes casos, também está caracterizado o controle de fato sobre os recursos”. Diretor Relator Marcelo Barbosa. Julgado em 29.03.2022.

2. Introdução





O Monitoramento e a Supervisão de Operações e Ofertas (“SOO”) é um dos pilares fundamentais para garantir a integridade, a eficiência e a transparência nos mercados de valores mobiliários.

No contexto brasileiro, a BSM desempenha um importante papel para o processo de SOO, que se desdobra em duas principais funções **(i)** a função de orientar e promover a conscientização do mercado quanto à adoção das melhores práticas para a definição de modelos e parâmetros de monitoramento de operações e ofertas, para a identificação de atipicidades relacionadas aos ilícitos de mercado previstos na RCVM 62; e **(ii)** o monitoramento e supervisão dos Participantes, acerca do cumprimento das suas obrigações de monitorar operações e ofertas, em especial das hipóteses previstas na RCVM 62 e nos normativos da B3, com o objetivo de verificar a diligência dos Participantes na identificação e na mitigação de práticas irregulares que possam comprometer a confiança dos investidores e a estabilidade do mercado de valores mobiliários.

Dentre os ilícitos de mercado previstos na RCVM 62, o *churning* se destaca por ser uma prática que consiste na quebra dos deveres de melhor execução e de lealdade dos Participantes e seus prepostos, previstos, respectivamente, nos artigos 20 e 31 e da Resolução CVM nº 35/2021 (“RCVM 35”)⁷, e se concretiza pela execução excessiva de transações com o intuito de gerar corretagem, comissões ou quaisquer outras receitas, para si ou para um terceiro, caracterizando, assim, uma operação fraudulenta, nos termos do art. 2º, III da RCVM 62⁸, que se concretiza pela atuação contrária ao melhor interesse dos investidores.

O *churning* não apenas afeta a relação de confiança dos investidores junto aos seus Participantes e seus prepostos, mas também pode ocasionar perdas financeiras indevidas para os investidores.

Sobre o tema, a construção adotada pela *U.S. Securities and Exchange Commission* (“SEC”), para a definição de *churning*, leva em consideração os seguintes critérios:

⁷ Art. 20. O intermediário deve adotar, na execução de ordens, todas as medidas suficientes para obter o melhor resultado possível para o cliente, levando em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem. Art. 31. O intermediário deve exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes. §1º É vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes.

⁸ Art. 2º Para fins desta Resolução, aplicam-se as seguintes definições: (...) III – operação fraudulenta: aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;(...)

“ A broker typically earns a portion of the commissions or other fees on each purchase or sale of securities that the brokerage firm makes for an investor. When a broker engages in excessive buying and selling (i.e., *trading*) of securities in a customer’s account without considering the customer’s investment goals and primarily to generate commissions that benefit the broker, the broker may be engaged in an illegal practice known as *churning*.⁹ ”

SEC’s Glossary¹⁰

Como se depreende do entendimento da SEC, no âmbito do cenário regulatório dos Estados Unidos da América, o conceito de *churning* está bem definido e se assemelha com o conceito aplicado pela CVM, em âmbito nacional. A partir dessa definição, o entendimento das autoridades regulatórias e autorregulatórias norte-americanas evoluiu muito durante os anos, com diversos casos analisados, tanto no âmbito da SEC, como no âmbito da entidade autorreguladora do mercado de valores mobiliários norte-americano, a *Financial Industry Regulatory Authority* (“FINRA”).

No Brasil, o tema era muito incipiente e carente de aprofundamento do ponto de vista regulatório, autorregulatório ou mesmo da jurisprudência administrativa. O aprofundamento sobre o tema *churning*, em âmbito nacional, teve gênese com o Relatório de Análise GAE 001/2011¹¹ (“Relatório 001/2011”), elaborado e publicado pela BSM, em julho de 2011, em que, a partir de uma análise de *benchmarks* internacionais, a BSM sugeriu uma proposta de indicadores para a potencial caracterização da prática de *churning*, que considerava as especificidades do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Naquele estudo, a partir do *benchmark* internacional, em especial do cenário regulatório norte-americano, a BSM sugeriu a linha de que o *churning* seria caracterizado quando presentes 3 (três) elementos cumulativos **(i)** a constatação do giro excessivo da carteira, que se concretiza por meio dos indicadores, denominados neste estudo de *turnover ratio* e *cost-equity ratio*; **(ii)** o controle, direto ou indireto, exercido sobre a carteira do investidor; e **(iii)** a intenção de se obter vantagem financeira para si ou para outrem desse giro, que se presume pela presença dos demais elementos.

Desde então, foram publicados outros estudos pela CVM¹² e a jurisprudência administrativa nacional e internacional evoluiu muito, de modo que a atualização do Relatório 01/2011 faz-se necessária para que

9 Tradução livre: “Um corretor normalmente ganha uma parte das comissões ou outras taxas em cada compra ou venda de valores mobiliários que a corretora realiza para um investidor. Quando um corretor realiza compras e vendas excessivas (ou seja, negociações) de valores mobiliários na conta de um cliente sem considerar os objetivos de investimento do cliente e principalmente para gerar comissões que beneficiam o corretor, o corretor pode estar envolvido em uma prática ilegal conhecida como *churning*.”

10 Definição prevista no Glossário da SEC ([link](#)).

11 Relatório de Análise GAE 001/2011 – Determinação dos parâmetros para a caracterização da prática de *churning* no Brasil ([link](#)).

12 E.g. o estudo realizado pela Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA) da CVM, denominado “Indicadores de *Churning*”, publicado em julho de 2013 ([link](#)).

2. Introdução

reflita, com precisão, a realidade dos casos que são atualmente discutidos no âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro.

É neste contexto atual que a BSM elaborou o presente Guia, com diretrizes claras e objetivas, que permitam a caracterização e a identificação da prática de *churning* no mercado de valores mobiliários, com o objetivo de orientar e conscientizar o mercado, em especial os Participantes dos mercados organizados administrados pela B3, acerca da necessidade de se estabelecer monitoramento efetivo de tal ilícito de mercado.

Inicialmente, será feita análise de como a prática de *churning* é atualmente caracterizada em outras jurisdições, com a indicação das regras existentes em países com diferentes modelos de regulação e autorregulação. Mais precisamente, serão avaliadas as regulações de Estados Unidos da América, Reino Unido e Austrália.

Na sequência, o documento identificará os principais elementos utilizados para caracterizar a prática do *churning* nas jurisdições do *benchmark*, em especial para a identificação dos critérios de caracterização do controle de conta, bem como os critérios de cálculo dos 2 (dois) indicadores – *turnover ratio* e *cost-equity ratio* – procurando entender a lógica por trás dos métodos de cálculo.

Ao final, os elementos caracterizadores da prática de *churning* são trazidos para a realidade atual do cenário regulatório e jurisprudencial do mercado de valores mobiliários brasileiro, para que, à luz dos conceitos discutidos ao longo deste Guia, sejam definidos os contornos, os modelos e parâmetros para sua caracterização.



3. *Churning* no Cenário Internacional





Nesta seção, o presente Guia iniciará com uma descrição breve dos requisitos e regras atualmente existentes para caracterização da prática do *churning* em outras jurisdições, que possuem diferentes modelos de regulação e autorregulação, quais sejam: Estados Unidos da América; Reino Unido; e Austrália.

3.1 Estados Unidos da América

No mercado norte-americano, a prática de *churning* se enquadra como violação de normas antifraude e relativas ao dever fiduciário, de acordo com o indicado na jurisprudência administrativa da SEC e da FINRA.

No âmbito da SEC, o tema é tratado de mais de uma forma no *Code of Federal Regulations*, a depender do segmento no qual se materializa. Para renda variável, a Regra §240.10b-5 estabelece base mais ampla para tratar de condutas fraudulentas, por meio da proibição de manipulação e práticas enganosas em qualquer transação de valores mobiliários. Já no mercado de balcão, a Regra §240.15c1-7 fornece regulamentação mais específica tratando diretamente do uso discricionário de contas, hipótese em que o *churning* é uma preocupação central.

“ **§240.10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices.** It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange (...) (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.¹³ ”

“ **§ 240.15c1-7 Discretionary accounts.** (a) The term manipulative, deceptive, or other fraudulent device or contrivance, as used in section 15(c) of the Act, is hereby defined to include any act of any broker, dealer or municipal securities dealer designed to effect with or for any customer's account in respect to which such broker, dealer or municipal securities dealer or his agent or employee is vested with any discretionary power any transactions or purchase or sale which are excessive in size or frequency in view of the financial resources and character of such account.¹⁴ ”

Ademais, nos últimos anos, a regulação norte-americana se aperfeiçoou, em especial pela publicação da *Regulation Best Interest*¹⁵ (“RBI”), pela SEC, e passou a determinar que as instituições intermediárias e os seus prepostos, na hipótese em que esses últimos sejam responsáveis pela realização de recomendações de investimento, o dever agir no melhor interesse do investidor.

¹³ Disponível em <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/subpart-A/subject-group-ECFRbda83517ce4377f/section-240.10b-5>. Acesso em: 02/02/2025.

Em tradução livre: “§240.10b-5 Emprego de Dispositivos Manipulativos e Enganosos. Será ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, mediante uso de quaisquer meios ou instrumentos do comércio interestadual, ou dos correios, ou de qualquer instalação de qualquer bolsa de valores nacional (...) (c) Engajar-se em qualquer ato, prática ou curso de negócios que caracterize ou possa caracterizar fraude ou engano contra qualquer pessoa, em conexão com a compra ou venda de qualquer valor mobiliário.”

¹⁴ Disponível em: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/subpart-A/subject-group-ECFR541343e5c1fa459/section-240.15c1-7>. Acesso em: 02/02/2025.

Em tradução livre: “§ 240.15c1-7 Contas Discricionárias. (a) O termo dispositivo ou artifício manipulativo, enganoso ou fraudulento, conforme utilizado na seção 15(c) da Lei, é definido neste ato para incluir qualquer ato de qualquer corretor, distribuidor ou distribuidor de valores mobiliários municipais destinado a efetuar, com ou para qualquer conta de cliente em relação à qual tal corretor, distribuidor ou distribuidor de valores mobiliários municipais, seu agente ou empregado investido com qualquer poder discricionário, quaisquer transações ou compras ou vendas que sejam excessivas em tamanho ou frequência, considerando os recursos financeiros e o caráter de tal conta.”

¹⁵ Disponível em <https://www.finra.org/rules-guidance/key-topics/regulation-best-interest#reg-bi-rules>. O RBI teve a sua vigência iniciada a partir de junho de 2020. Acesso em 02.02.2025.

3. Churning no Cenário Internacional

A referida alteração regulatória passou a exigir diferente padrão de conduta dos intermediários, estipulando que os profissionais do mercado de valores mobiliários norte-americano apenas poderiam recomendar a realização de investimentos se tiverem razões para sustentar que estas são alinhadas aos melhores interesses do investidor, prescindindo a análise acerca do controle sobre a conta do investidor.

Especificamente falando dos requisitos aplicáveis à caracterização do *churning*, quando da edição do RBI, a SEC deixou de exigir como requisito o controle da conta do investidor, ou mesmo o controle de fato, para a caracterização do *churning*, o que teria sido feito com o objetivo de atingir um grupo maior de investidores que se beneficiariam da proteção regulatória. Manteve-se, contudo, a necessidade de identificação dos indicadores de *turnover ratio* e *cost-equity ratio* para a caracterização da prática, que serão individualmente abordados nos tópicos seguintes do presente Guia.

Na mesma linha seguida pela SEC, a autorreguladora FINRA também alterou os critérios para caracterização da prática irregular de *churning*, previstos em sua *FINRA RULE 2111*¹⁶, em especial aqueles que até então demandavam que o intermediário ou o seu preposto deveriam possuir o controle da conta do investidor, ou ao menos o controle de fato da conta. A mencionada alteração de critérios fora realizada com a finalidade de viabilizar hipóteses de acusação de *churning* sem a necessidade de comprovação do controle da conta ou do controle de fato da conta do investidor. Para estes casos, bastava que se demonstrasse a inadequação das operações ao perfil de *suitability* do investidor.

Deste modo, a FINRA consolidou, em sua *FINRA RULE 2121*¹⁷, as regras de *Suitability* e *Know Your Customer* da *National Association of Securities Dealers* ("NASDQ") e da *NYSE Regulation*, na qualidade de *Self-Regulatory Organization* ("SRO"), de modo que passou a tutelar regras principiológicas relativas à conduta de negócios, como as regras de *Know Your Customer* ("NYSE Rule 405")¹⁸, as quais podem eventualmente ser utilizadas como fundamento para a caracterização do *churning*.

Exemplo 1: Casos de *churning* recentes, julgados pela SEC e pela FINRA, nos quais foram aplicados o novo padrão regulatório e autorregulatório para a caracterização de *churning*, no mercado de valores mobiliários dos Estados Unidos da América.

¹⁶ Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/2111>. Acesso em 02.02.2025.

¹⁷ Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/2121>. Acesso em 02.02.2025.

¹⁸ Disponível em: <https://www.nasdaq.com/glossary/r/rule-405>. Acesso em 02.02.2025.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY

Disciplinary PROCEEDING - No. 2021070337501/ March 2024

Once it has been determined that a broker exercises de facto control over the activity in a customer account, excessive trading is established when the “level of that trading is inconsistent with the customer’s objectives and financial situation.” The SEC has found excessive trading when a broker’s “trading strategy results in costs so high as to make the generation of any profit unlikely.”

Cost-to-equity ratios, turnover rates, and in-and-out trading are recognized indicators of excessive trading. The SEC and FINRA have stated that although there is no specific cost-to-equity ratio or turnover rate conclusively establishing excessive trading, these, along with the presence of in-and-out trading, are factors that may provide a basis for a finding of excessive trading.

The cost-to-equity ratio is the amount an account would have to appreciate annually to break even given the costs of trading. It is calculated by dividing the total cost of the trading expenses in an account by the account’s average monthly equity. The SEC has held that a cost to-equity ratio exceeding 20 percent “generally indicates that excessive trading has occurred.”¹⁹



19 Tradução livre: “Uma vez determinado que um corretor exerce controle de fato sobre a atividade em uma conta de cliente, negociações excessivas são estabelecidas quando o “nível dessas negociações é inconsistente com os objetivos e a situação financeira do cliente.” A SEC considerou negociações excessivas quando a “estratégia de negociação do corretor resulta em custos tão altos a ponto de tornar improvável a geração de qualquer lucro.”

Relações custo-capital, taxas de rotatividade e negociações de entrada e saída são indicadores reconhecidos de negociações excessivas. A SEC e a FINRA afirmaram que, embora não exista uma relação específica custo-capital ou uma taxa de rotatividade que estabeleça conclusivamente negociações excessivas, estes, juntamente com a presença de negociações de entrada e saída, são fatores que podem fornecer uma base para a constatação de negociações excessivas.

A relação custo-capital é a quantia que uma conta precisaria valorizar anualmente para equilibrar, dadas as despesas de negociação. É calculada dividindo-se o custo total das despesas de negociação em uma conta pela média do capital mensal da conta. A SEC decidiu que uma relação custo-capital que exceda 20 por cento “geralmente indica que negociações excessivas ocorreram.”



The turnover rate is the number of times in one year that a portfolio of securities is exchanged for another portfolio. The turnover rate is determined by dividing the purchases in an account by the average equity and annualizing the result. The SEC has held that an annualized turnover rate of six indicates that excessive trading may have occurred. In-and-out trading is the sale of all or a portion of the securities in an account followed by reinvestment of the sales proceeds in other securities, and then the sale of the newly acquired securities. It, too, may indicate excessive trading. For the reasons stated in our analysis of the accounts of JF, CB, DF, and JO below, the Hearing Panel finds that (The Respondent) engaged in quantitatively unsuitable or excessive trading in the accounts of these customers, in violation of FINRA Rules 2111 and 2010. (...)

Respondent (...) churned six accounts belonging to five customers in willful violation of Exchange Act Section 10(b), Exchange Act Rule 10b-5, and FINRA Rules 2020 and 2010, as charged in the Complaint's first cause of action, and engaged in excessive trading in the same accounts in violation of FINRA Rules 2111(a) and 2010, as charged in the second cause of action. (...)⁹

A taxa de rotatividade é o número de vezes em um ano que um portfólio de valores mobiliários é trocado por outro portfólio. A taxa de rotatividade é determinada dividindo-se as compras em uma conta pelo capital médio e anualizando o resultado. A SEC decidiu que uma taxa de rotatividade anualizada de seis indica que negociações excessivas podem ter ocorrido. Negociação de entrada e saída é a venda de todo ou parte dos valores mobiliários em uma conta seguida pelo reinvestimento dos proventos das vendas em outros valores mobiliários, e então a venda dos valores mobiliários recém-adquiridos. Isso, também, pode indicar negociações excessivas. Pelos motivos expostos em nossa análise das contas de JF, CB, DF e JO abaixo, o Painel de Audiência conclui que (O Respondente) se envolveu em negociações quantitativamente inadequadas ou excessivas nas contas desses clientes, violando as Regras FINRA 2111 e 2010. (...)

O Respondente (...) realizou um giro em seis contas pertencentes a cinco clientes em violação intencional da Seção 10(b) da Lei de Câmbio, da Regra 10b-5 da Lei de Câmbio, e das Regras FINRA 2020 e 2010, conforme acusado na primeira causa de ação da Reclamação, e se envolveu em negociações excessivas nas mesmas contas em violação das Regras FINRA 2111(a) e 2010, conforme acusado na segunda causa de ação. (...)"

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY

ADMINISTRATIVE PROCEEDING-File No. 3-21800/ November 2023

(...) According to the SEC's orders, from July 2020 through October 2021, (The Defendants) made a series of recommendations to retail customers without a reasonable basis to believe that the recommended transactions were not excessive and were in their customers' best interests when taken together in light of the customers' investment profiles, in violation of Regulation Best Interest. (The Defendants) failed to consider the impact of the costs generated by the frequency of the trading, and the level of costs associated with the trading meant that the customers in question needed to achieve high returns in order to break even. (...)

In addition, the order against (The Defendants) finds that, from December 2016 through December 2018, (The Defendants) failed reasonably to supervise two additional registered representatives, who violated Section 17(a) of the Securities Act of 1933 and Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 and Rule 10b-5 thereunder with respect to customer accounts in which they recommended a strategy of in-and-out trading, which they had no reasonable basis to believe was suitable for any customers due to the high costs, in the form of commissions and fees, associated with the trading.

During the Pre-Reg. BI Period, in nine customer accounts, Registered Representatives 1 and 2 recommended an in-and-out trading strategy that grossly exceeded the cost-equity ratio and annual turnover rate thresholds indicative of excessive trading. (...)

A cost-to-equity ratio of 20% or higher and an annual turnover rate of 6 or higher are thresholds that courts have considered to be indicative of excessive trading. cost-to-equity ratio of 20% or higher and an annual turnover rate of 6 or higher are thresholds that courts have considered to be indicative of excessive trading.²⁰

20 Tradução Livre: "(...) De acordo com as ordens da SEC, de julho de 2020 a outubro de 2021, os Réus fizeram uma série de recomendações a clientes de varejo sem uma base razoável para acreditar que as transações recomendadas não eram excessivas e estavam no melhor interesse de seus clientes quando consideradas conjuntamente à luz do perfil de investimentos dos clientes, em violação do Regulamento Best Interest. Os Réus não consideraram o impacto dos custos gerados pela frequência das negociações, e o nível de custos associado às negociações significava que os clientes em questão precisavam alcançar altos retornos para equilibrar as contas. (...)

Além disso, a ordem contra os Réus constata que, de dezembro de 2016 a dezembro de 2018, os Réus falharam razoavelmente em supervisionar dois representantes registrados adicionais, que violaram a Seção 17(a) do Securities Act de 1933 e a Seção 10(b) do Securities Exchange Act de 1934 e a Regra 10b-5 estabelecida sob esta, com relação às contas de clientes nas quais recomendaram uma estratégia de negociação ida-e-volta, para a qual não tinham uma base razoável para acreditar que era adequada para quaisquer clientes devido aos altos custos, na forma de comissões e taxas, associados às negociações.

Durante o Período Pré-Reg. BI, em nove contas de clientes, os Representantes Registrados 1 e 2 recomendaram uma estratégia de negociação ida-e-volta que excedeu de forma grosseira as razões custo-capital e as taxas de rotatividade anual indicativas de negociação excessiva.

(...) Uma razão custo-capital de 20% ou mais e uma taxa anual de rotatividade de 6 ou mais são limites que os tribunais consideram indicativos de negociação excessiva. Razão custo-capital de 20% ou mais e uma taxa anual de rotatividade de 6 ou mais são limites que os tribunais consideram indicativos de negociação excessiva."

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY

LETTER OF ACCEPTANCE, WAIVER AND CONSENT NO. 2022076459303/ July 2023

From August 1, 2020, through February 28, 2023, (The Defendant), acting through six registered representatives, excessively traded 110 customer accounts, of which 42 were also churned, causing the customers to incur \$3,953,492 in total trading costs. The trading in the 110 customer accounts resulted in annualized cost-to-equity ratios ranging from 21.75% to 128.5%, and annualized turnover rates ranging from 6.05 to 35.24, and each of the accounts suffered substantial losses. As a result, (The Defendant) willfully violated the Care Obligation of Regulation Best Interest, Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934, and Exchange Act Rule 10b-5, and also violated FINRA Rules 2020 and 2010. (...)

“In one instance, a customer’s account had an annualized cost-to-equity ratio of more than 103 percent—meaning the customer’s account would have had to grow by more than 103 percent just to cover commissions and trading costs. In another instance, a customer’s account had an annualized cost-to-equity ratio of more than 72 percent, resulting in a loss of \$158,078.”(...)

From August 1, 2020, through the present, (The Defendant), also failed to establish, maintain, and enforce a supervisory system and written supervisory procedures (WSPs) reasonably designed to achieve compliance with the Exchange Act and FINRA rules relating to excessive trading and churning.(...) The egregiousness of the firm’s sales practice and supervisory violations necessitated expulsion of the firm from FINRA membership (...).

As a result, (The Defendant), willfully violated Reg BI’s Compliance Obligation and violated FINRA Rules 3110 and 2010.²¹

21 Tradução livre: “De 1º de agosto de 2020 a 28 de fevereiro de 2023, (O Réu), atuando através de seis representantes registrados, negociou excessivamente 110 contas de clientes, das quais 42 também foram sujeitas a churning, causando aos clientes um total de US\$ 3.953.492 em custos de negociação. As negociações nas 110 contas de clientes resultaram em relações custo-capital anualizadas variando de 21,75% a 128,5%, e taxas de rotatividade anualizadas variando de 6,05 a 35,24, e cada uma das contas sofreu perdas substanciais. Como resultado, (O Réu) violou intencionalmente a Obrigação de Cuidado do Regulamento de Melhor Interesse, a Seção 10(b) da Lei de Câmbio de Valores Mobiliários de 1934 e a Regra 10b-5 da Lei de Câmbio, além de violar as Regras FINRA 2020 e 2010.

“(…) Em um caso, a conta de um cliente teve uma relação custo-capital anualizada de mais de 103%, significando que a conta do cliente teria que crescer mais de 103% apenas para cobrir comissões e custos de negociação. Em outro caso, a conta de um cliente teve uma relação custo-capital anualizada de mais de 72%, resultando em uma perda de US\$ 158.078.” (...)

(…) Desde 1º de agosto de 2020 até o presente, (O Réu) também não conseguiu estabelecer, manter e fazer cumprir um sistema de supervisão e procedimentos de supervisão escritos (WSPs) razoavelmente projetados para alcançar a conformidade com a Lei de Câmbio e as regras da FINRA relativas a negociações excessivas e churning. (...) A gravidade das práticas de vendas da empresa e das violações de supervisão exigiu a expulsão da empresa da filiação à FINRA. (...)

(…) Como resultado, (O Réu) violou intencionalmente a Obrigação de Conformidade do Regulamento de Melhor Interesse (Reg BI) e violou as Regras FINRA 3110 e 2010.”

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

CASE 1:17-CV-00139/ September 2017

The SEC's complaint alleges that (The Defendants) did no reasonable diligence to determine whether their investment strategy involving frequent buying and selling of securities could deliver even a minimal profit for their customers. Their strategy, which generally involved selling the securities within a week or two of purchase and charging customers a commission for each transaction, allegedly resulted in substantial losses for 27 customers. (...)

32. Turnover and cost-to-equity ratios are used to evaluate activity in brokerage accounts. Turnover is the number of times per year a customer's securities are replaced by new securities. The cost-to-equity ratio, also referred to as the break-even ratio, measures the amount an account has to appreciate annually just to cover commissions and other expenses.

33. A turnover of 6, or a cost-to-equity ratio in excess of 20%, is considered to be indicative of excessive trading.²²



22 Tradução livre: "A queixa da SEC alega que (Os Réus) não realizaram a devida diligência para determinar se sua estratégia de investimento envolvendo a compra e venda frequente de valores mobiliários poderia gerar algum lucro mínimo para seus clientes. A estratégia deles, que geralmente envolvia vender os valores mobiliários dentro de uma ou duas semanas após a compra e cobrar uma comissão dos clientes por cada transação, supostamente resultou em perdas substanciais para 27 clientes. (...)

32. Relações custo-capital e taxas de rotatividade são usadas para avaliar a atividade em contas de corretagem. Rotatividade é o número de vezes por ano que os valores mobiliários de um cliente são substituídos por novos valores mobiliários. A relação custo-capital, também referida como relação de equilíbrio, mede a quantidade que uma conta precisa valorizar anualmente apenas para cobrir comissões e outras despesas."

33. Uma rotatividade de 6, ou uma relação custo-capital superior a 20%, é considerada indicativa de negociações excessivas.



34. The Attachment lists the turnover, cost-to-equity ratios, and other data regarding the 27 customer accounts. The turnover numbers are extremely high, ranging from 20.73 to 451.92, with rates for 9 accounts exceeding 100. The average turnover for the 27 customer accounts was 105.00.

35. Many of the accounts had cost-to-equity ratios in excess of 100%, with a couple over 200% and one at 463.65%. The average annualized cost-to-equity ratio for these accounts was 110.90%, meaning that the customers, on average, had to realize 110.90% in profits just to break even.

36. (The Defendants), on average, held each investment for only 9 days. (...) The SEC's complaint, filed in federal court in Manhattan, charges (The Defendants) with violations of Section 17(a) of the Securities Act of 1933, Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 and Rule 10b-5.²²

22 Tradução livre:

34. O Anexo lista as rotatividades, relações custo-capital e outros dados referentes às 27 contas de clientes. Os números de rotatividade são extremamente altos, variando de 20,73 a 451,92, com taxas para 9 contas excedendo 100. A rotatividade média para as 27 contas de clientes foi de 105,00.

35. Muitas das contas tiveram relações custo-capital superiores a 100%, com algumas acima de 200% e uma em 463,65%. A relação custo-capital anualizada média para essas contas foi de 110,90%, significando que os clientes, em média, precisavam realizar 110,90% de lucro apenas para alcançar o ponto de equilíbrio.

36. (Os Réus), em média, mantiveram cada investimento por apenas 9 dias. (...) A queixa da SEC, apresentada no tribunal federal em Manhattan, acusa (Os Réus) de violações da Seção 17(a) da Lei de Valores Mobiliários de 1933, da Seção 10(b) da Lei de Câmbio de Valores Mobiliários de 1934 e da Regra 10b-5.

3.2 Reino Unido

Com relação à regulação do mercado de valores mobiliários britânico, também há dispositivos que trazem vedação expressa e específica à prática de *churning*, conforme evidenciado pela regra da Financial Conduct Authority (“FCA”), abaixo transcrita.

“ **COB 7.2 Churning and switching – 7.2.2 Purpose – Principle 6** (Customers’ interests) requires a firm to pay due regard to the interests of its customers and treat them fairly. A firm should therefore not “churn” a customer’s account, that is, enter into transactions with unnecessary frequency having regard to the customer’s agreed investment strategy. A firm should also not switch a private customer within or between packaged products unnecessarily, having regard to what is suitable for that customer. Firms are reminded that a customer’s interests are paramount. (...)

7.2.3 – Restrictions on dealing and switching – A firm must not: (1) deal, or arrange a deal, in the exercise of discretion for any customer; or (2) make a personal recommendation to a private customer to deal, or arrange a deal that gives effect to such a recommendation; or (3) make or arrange a switch within a packaged product or between packaged products, in the exercise of discretion for a private customer; or (4) make a personal recommendation to a private customer to switch within a packaged product or between packaged products, or make or arrange a switch that gives effect to such a recommendation; unless the firm has taken reasonable steps to ensure that the deal or switch is in the customer’s best interests, both when viewed in isolation and when viewed in the context of earlier transactions.²³

”

²³ FCA Handbook – Conduct of Business Sourcebook – COB 7.2. Disponível em <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COB/7/2.html?date=2006-08-30>. Acesso em 02/02/2025.

Tradução livre: “(Interesses dos clientes) exigem que uma empresa leve devidamente em consideração os interesses de seus clientes e os trate de forma justa. Portanto, uma empresa não deve “churn” a conta de um cliente, ou seja, entrar em transações com frequência desnecessária considerando a estratégia de investimento acordada com o cliente. Uma empresa também não deve trocar um cliente privado dentro ou entre produtos agrupados desnecessariamente, considerando o que é adequado para aquele cliente. As empresas são lembradas de que os interesses do cliente são primordiais. **Restrições sobre operações e trocas** – Uma empresa não deve: (1) operar, ou organizar uma operação, no exercício da discricão para qualquer cliente; ou (2) fazer uma recomendação pessoal a um cliente privado para operar, ou organizar uma operação que efetive tal recomendação; ou (3) fazer ou organizar uma troca dentro de um produto combinado ou entre produtos embutidos, no exercício da discricão para um cliente privado; ou (4) fazer uma recomendação pessoal a um cliente privado para trocar dentro de um produto combinado ou entre produtos embutidos, ou fazer ou organizar uma troca que efetive tal recomendação; a menos que a empresa tenha tomado medidas razoáveis para garantir que a operação ou troca esteja nos melhores interesses do cliente, tanto quando vista isoladamente quanto quando vista no contexto de transações anteriores.

3. Churning no Cenário Internacional

Depreende-se, portanto, que em que pese a regulação do Reino Unido seja mais incipiente para uma determinação objetiva dos requisitos para a caracterização da prática de *churning*, pode-se identificar requisitos em comum com aqueles que são considerados para a caracterização de tal ilícito de mercado, nas outras jurisdições do *benchmark*, em especial o giro de carteira do investidor, caracterizado pelo *turnover ratio* e o *cost-equity ratio*.

Nesse sentido, destaca-se que a regra britânica acima transcrita está em linha com a Diretiva Europeia, que estabelece que **“uma transação pode ser inadequada para o cliente ou potencial cliente devido aos riscos dos instrumentos financeiros envolvidos, ao tipo de transação, às características da ordem ou à frequência da negociação. Uma série de transações que são adequadas quando analisadas isoladamente pode ser inadequada se a recomendação ou as decisões de negociação forem feitas com uma frequência que não esteja nos melhores interesses do cliente”**²⁴.

Ademais, seguindo a mesma linha da evolução do tema internacionalmente, a FCA também publicou uma norma na qual atrela a prática do *churning* a uma questão de *suitability* e de análise das operações de acordo com os melhores interesses do investidor, conforme se constata pela regra abaixo transcrita.

“ **COBS 9.3 Guidance on assessing suitability – COBS 9.3.1** – (1) A transaction may be unsuitable for a client because of the risks of the designated investments involved, the type of transaction, the characteristics of the order or the frequency of the trading. (2) In the case of managing investments, a transaction might also be unsuitable if it would result in an unsuitable portfolio.

COBS 9.3.2 – Churning and switching – (1) A series of transactions that are each suitable when viewed in isolation may be unsuitable if the recommendation or the decisions to trade are made with a frequency that is not in the best interests of the client. (2) A firm should have regard to the client’s agreed investment strategy in determining the frequency of transactions. This would include, for example, the need to switch a client within or between packaged products.²⁵ ”

24 Commission Directive 2006/73/EC, Exp. 57. Tradução livre. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32006L0073>. Acesso em 02/02/2025.

25 FCA Handbook – Conduct of Business Sourcebook – COB 9.3. Disponível em <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/9/3.html?date=2018-01-03>. Acesso em 24/02/2025.

Tradução livre: “COBS 9.3 Diretrizes sobre a avaliação de adequação. COBS 9.3.1 (1) Uma transação pode ser inadequada para um cliente devido aos riscos dos investimentos designados envolvidos, ao tipo de transação, às características da ordem ou à frequência das operações. (2) No caso da gestão de investimentos, uma transação também pode ser inadequada se resultar em um portfólio inadequado. COBS 9.3.2. – Churning e troca - (1) Uma série de transações que são adequadas quando vistas isoladamente pode ser inadequada se a recomendação ou as decisões de operar forem feitas com uma frequência que não esteja nos melhores interesses do cliente. (2) Uma empresa deve considerar a estratégia de investimento acordada com o cliente ao determinar a frequência das transações. Isso incluiria, por exemplo, a necessidade de trocar um cliente dentro ou entre produtos embutidos.

3. Churning no Cenário Internacional

Portanto, também no Reino Unido é possível se extrair que a caracterização da irregularidade do *churning* considera a necessidade de identificação de giro de carteira, o que ocorre pela identificação dos indicadores *turnover ratio* e o *cost-equity ratio*, sem que se entre, contudo, na seara do controle de conta, ou do controle de fato, requisito que também não se constatou como determinante neste *benchmark*. Ademais, a regulação do Reino Unido também não prevê uma metodologia clara e aplicável para a determinação dos indicadores de *turnover ratio* e de *cost-equity ratio*.

3.3 Austrália

Por sua vez, as regras expedidas pela *Australian Securities and Investments Commission* (“ASIC”), autoridade reguladora australiana, incluem expressamente o alerta sobre a prática do *churning* em caso de transações excessiva e contrárias aos interesses do investidor.

“ **Regulatory Guide 179 – Managed discretionary accounts – 179.65** – We consider that you would breach your obligation to act honestly and in the best interests of the client if, for example, you are aware that the size or frequency of your transactions under an MDA are excessive, taking into account the investment objectives, financial situation and needs of the client. Even if you are not aware that the transactions are excessive, excessive transactions may breach the duty to exercise the degree of care and diligence that a reasonable person would exercise if they were in your position in providing the MDA to the client. Note: Excessive transactions may be an indicator of ‘churning’. Churning is trading of a size or frequency that has the effect of generating excess commission.²⁶ ”

Assim como no *benchmark* do Reino Unido, quando se avalia a regulação australiana para o tema de *churning*, é possível se extrair que a caracterização do mencionado ilícito de mercado considera a necessidade de caracterização do giro excessivo da carteira do investidor, o que é constatado pela presença dos indicadores *turnover ratio* e o *cost-equity ratio*, sem menção à necessidade de que se tenha o controle da conta, ou mesmo o controle de fato da conta, pelo intermediário ou seu preposto. Também não há manifestação ou parâmetros regulatórios que definam, com clareza, os modelos e parâmetros de cálculo para os indicadores.

Exemplo 2: Julgamento de um caso de *churning* ajuizado pela ASIC, perante a Corte Federal da Austrália.

²⁶ Disponível em <https://download.asic.gov.au/media/5702377/rg179-published-29-september-2016-20200727.pdf>. Acesso em 02/02/2025.

Tradução livre: “Consideramos que você violaria sua obrigação de agir com honestidade e no melhor interesse do cliente se, por exemplo, estiver ciente de que o tamanho ou a frequência de suas transações em uma Conta Discricionária Gerenciada (CDG) são excessivos, levando em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira e as necessidades do cliente. Mesmo que você não esteja ciente de que as transações são excessivas, transações excessivas podem violar o dever de exercer o grau de cuidado e diligência que uma pessoa razoável exerceria se estivesse em sua posição ao fornecer a CDG ao cliente. Nota: Transações excessivas podem ser um indicador de churning. Churning é a negociação com um tamanho ou frequência que tem o efeito de gerar comissões excessivas.”

FEDERAL COURT OF AUSTRALIA

CASE NSD 1124/2018 – AUSTRALIAN SECURITIES & INVESTMENTS COMMISSION x AMP FINANCIAL PLANNING PTY LTD (NO 2) [2020] FCA 69

CORPORATIONS – financial advice – “best interests obligations” – ss 961B, 961G and 961J of the Corporations Act 2001 (Cth) where six representatives of defendant licensee breached ss 961B, 961G and 961J (part of the best interests obligations) by providing advice to 40 clients to generate higher commissions (“churning”) – where some contravening conduct by representatives belatedly admitted by defendant licensee. (...)

*What Panganiban was doing, repeatedly, was engaging in a form of “churning”. He was advising his clients to apply for new insurance products issued by AMP Life Limited (AMP Life). With one apparent exception, his conduct involved a practice of cancelling the client’s existing insurance. Hence, rather than advising his clients to transfer their existing cover (or, for existing AMP Life insureds, advising them to retain their existing cover), he arranged for his clients to sign cancellation letters and then, some days later, arranged for an application for new insurance to be submitted to AMP Life, which stated that the client did not have other AMP Life insurance in force or was not eligible for insurance transfer. In these reasons, I refer to this delinquency as Rewriting Conduct. (...)*²⁷

27 Tradução livre: “Aconselhamento financeiro – obrigações de “melhores interesses” – artigos 961B, 961G e 961J da Lei de Corporações de 2001 (Cth), onde seis representantes do licenciado réu violaram os artigos 961B, 961G e 961J (parte das obrigações de melhores interesses) ao fornecer aconselhamento a 40 clientes para gerar comissões mais altas (“churning”) – onde algumas condutas contrárias por parte dos representantes foram admitidas tardiamente pelo licenciado réu. (...)

O que Panganiban estava fazendo, repetidamente, era engajar-se em uma forma de “churning”. Ele estava aconselhando seus clientes a solicitar novos produtos de seguro emitidos pela AMP Life Limited (AMP Life). Com uma aparente exceção, sua conduta envolvia a prática de cancelar o seguro existente do cliente. Assim, ao invés de aconselhar seus clientes a transferir sua cobertura existente (ou, para segurados existentes da AMP Life, aconselhá-los a manter sua cobertura existente), ele organizava para que seus clientes assinassem cartas de cancelamento e, alguns dias depois, organizava a submissão de uma solicitação para novo seguro à AMP Life, que declarava que o cliente não possuía outros seguros da AMP Life em vigor ou não era elegível para transferência de seguro. Por estas razões, refiro-me a esta delinquência como Conduta de Reescrita.”

3. Churning no Cenário Internacional

Como observado até o momento, a prática de *churning* é frequentemente considerada violação das regras relacionadas ao dever fiduciário e de lealdade do Participante, e a adequação ao perfil de *suitability*. Nesse sentido, em algumas jurisdições, como ocorre nos Estados Unidos da América, as normas expedidas pelas autoridades regulatórias e autorregulatórias abordam o *churning* de maneira mais direta e objetiva, utilizando índices como o *turnover ratio* e o *cost-equity ratio*, para fortalecer e deixar a análise do enquadramento da conduta mais objetiva e conclusiva, relacionadas à caracterização das hipóteses do ilícito de mercado. Por sua vez, o controle da conta, seja ele direto ou indireto, passou a ser prescindido em algumas jurisdições, ou relativizado em outras.

Na próxima seção deste Guia, serão apresentados os modelos e parâmetros considerados pela BSM, definidos com subsídio do *benchmark* internacional apresentado, que caracterizam a prática do ilícito de mercado de *churning*, ou seja, os parâmetros utilizados para determinar se um agente cometeu, de fato, tal infração. Será dada especial atenção aos parâmetros estabelecidos pelas entidades reguladoras e autorreguladoras norte-americanas, que possuem “regras gerais”, bem como modelos e parâmetros de cálculo dos indicadores *turnover ratio* e *cost-equity ratio*, para que se possa classificar uma prática como *churning*.



4. Indicadores de *Churning*



4.1 Análise dos Indicadores sob a Ótica Internacional

Como foi possível observar da análise realizada, a abordagem tradicional para a identificação da prática de *churning*, prevê a necessidade de caracterização de ao menos 3 (três) elementos essenciais.

O primeiro elemento, refere-se ao volume excessivo de negócios realizados em nome de investidores, que resultam em custos elevados percebidos pelo investidor, e que por sua vez se convertem em receitas em favor do Participante ou de seus prepostos, sejam elas decorrentes de comissões, corretagens, ou de quaisquer outros tipos de remuneração variável decorrentes das operações realizadas.

Embora não haja requisitos formais, internacionais ou mesmo nacionais, a melhor jurisprudência administrativa subdivide este primeiro elemento nos 2 (dois) indicadores a seguir descritos.

4.1.1 Turnover Ratio: índice que mede o giro da carteira do investidor em um determinado período temporal, que considera o cálculo em período anualizado. Um *turnover ratio* elevado pode indicar frequência de transações que aponta a prática de *churning*.

$$TR = \frac{\text{Total de Compras}}{\text{Carteira Média}} \times \frac{12}{\text{n}^\circ \text{ de meses}}$$

Desde então, a jurisprudência administrativa norte-americana tem adotado, de forma pacífica, o parâmetro conhecido como “2-4-6”, proposto originalmente por Stuart Goldberg, em 1978²⁸, como regra para determinação da gravidade da acusação de *turnover ratio*. Essa regra ganhou mais relevância à medida que a SEC e as Cortes Federais Americanas passaram a reconhecê-la como um critério relevante na identificação da prática de *churning*.

De acordo com a regra, **(i)** as taxas de *turnover ratio* superiores a 2 (dois) são indicativas de um potencial *churning*; **(ii)** taxas acima de 4 (quatro) há presunção relativa da prática; e **(iii)** valores superiores a 6 (seis) seriam considerados conclusivos em relação à caracterização do *churning*.

Posteriormente, um estudo realizado por Donald Winslow e Seth Anderson²⁹, em 1990, buscou analisar as taxas de *turnover ratio* do segmento de fundos de investimento nos Estados Unidos da América, focando em quantas vezes os gestores profissionais rotacionam as carteiras que administravam.

Os resultados mostraram que os fundos de perfil mais conservador apresentaram uma taxa de *turnover* média inferior a 0,60, enquanto os fundos classificados como mais agressivos tiveram uma taxa média de 1,18. Essa análise evidencia a diferença significativa nas estratégias de investimento e na frequência de transações entre diferentes tipos de fundos.

A tabela abaixo resume os resultados do estudo, oferecendo uma visão clara das taxas de *turnover* e suas implicações para investidores, reguladores e autorreguladores.

28 Goldberg, Stuart – 1978 – “Fraudulent broker-dealer practices” – disponível em <https://www.ojp.gov/ncjrs/virtual-library/abstracts/securities-law-part-1-recognizing-fraudulent-broker-dealer>. Consulta em 02/02/2025.

29 Winslow, Donald, and Anderson, Seth – “A Model for Determining the Excessive Trading Element in Churning Claims.” Consulta em 02/02/2025. Disponível em <http://heinonline.org/HOL/LandingPage?collection=journals&handle=hein.journals/nclr68&div=20&id=&page>.

TABELA I – ESTATÍSTICAS DE *TURNOVER RATIO* POR CATEGORIA DE FUNDO NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA

Categoria de Fundo	Taxa Média de <i>Turnover</i>	Desvios Padrão	Taxa de <i>Turnover</i> + 2 Desvios Padrão
Agressive Growth	1.18	0.72	2.62
Balanced	0.66	0.58	1.81
Equity Income	0.70	0.53	1.76
Growth	0.98	0.61	2.19
Growth-Income	0.53	0.55	1.64
International	0.55	0.42	1.38
Option-Income	1.45	0.74	2.93
Small Company	0.54	0.39	1.32
Income	0.58	0.40	1.39
Média	0.80		

Fonte: Donald Winslow & Anderson Seth (1990)

Como se pôde observar dos dados, 98% dos fundos classificados como agressivos (definidos pela média mais dois desvios padrão) apresentaram uma taxa de *turnover ratio* de até 2,62. Em contraste, os fundos conservadores mostraram uma taxa máxima de 1,39. Esses resultados reforçaram a validade da regra 2-4-6, uma vez que a maioria dos gestores profissionais gira a carteira de seus fundos no máximo 2,62 vezes por ano.

Estudos subsequentes continuaram essa linha de análise, atualizando os dados sobre as taxas de *turnover* dos fundos. Um exemplo digno de nota é o trabalho de Craig McCann e Dengpan Luo³⁰, publicado em 2002, em que se calculou a taxa de *turnover* de fundos mútuos para o ano de 1998.

30 McCann, Craig & Luo, Dengpan – 2002 – Churning Revisited: Trading Costs and Control, disponível em <https://www.slcg.com/files/research-papers/Churning%20Revisited.PDF>. Consulta em 02/02/2025.

TABELA II – ESTATÍSTICAS DE *TURNOVER RATIO* – ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA – 1998

Classe de Ativo	Número de Fundos	Turnover Ratio		Probabilidade de Turnover até o valor de		
		Média	Desvio Padrão	2	4	6
Equity	1.927	0,84	0,99	10,2	2,5	0,9
Bond	2.277	1,03	1,13	13,1	4,1	1,8
Mix	377	0,97	0,94	11,9	2,8	0,9
Overall	4.581	0,94	1,12	11,7	3,2	1,2

Fonte: Craig McCann & Dengpan Luo (2002)

No referido estudo, as estatísticas obtidas foram comparadas no mercado de fundos, por meio da regra 2-4-6, que estabelece limites para as taxas de *turnover ratio*. Os resultados apresentados indicam que, entre os fundos analisados, apenas 1,2% apresentaram uma taxa de *turnover* superior a 6. Essa constatação reforça a ideia de que taxas de *turnover* acima desse patamar eram, no contexto do mercado norte-americano, um forte indicador do ilícito de mercado de *churning*.

4.1.2 Cost-Equity Ratio: indicador que avalia a relação de razão entre os custos incorridos pelo investidor e o patrimônio investido, demonstrando se as operações estão gerando despesas excessivas em comparação com o retorno esperado.

$$CE = \frac{\text{Total de Despesas}}{\text{Carteira Média}} \times \frac{12}{\text{n}^\circ \text{ de meses}}$$

Assim como ocorre com o *turnover ratio*, os reguladores e autorreguladores norte-americanos utilizam critério simplificado para avaliar se os valores encontrados para a *cost-equity ratio* podem indicar a prática de *churning*.

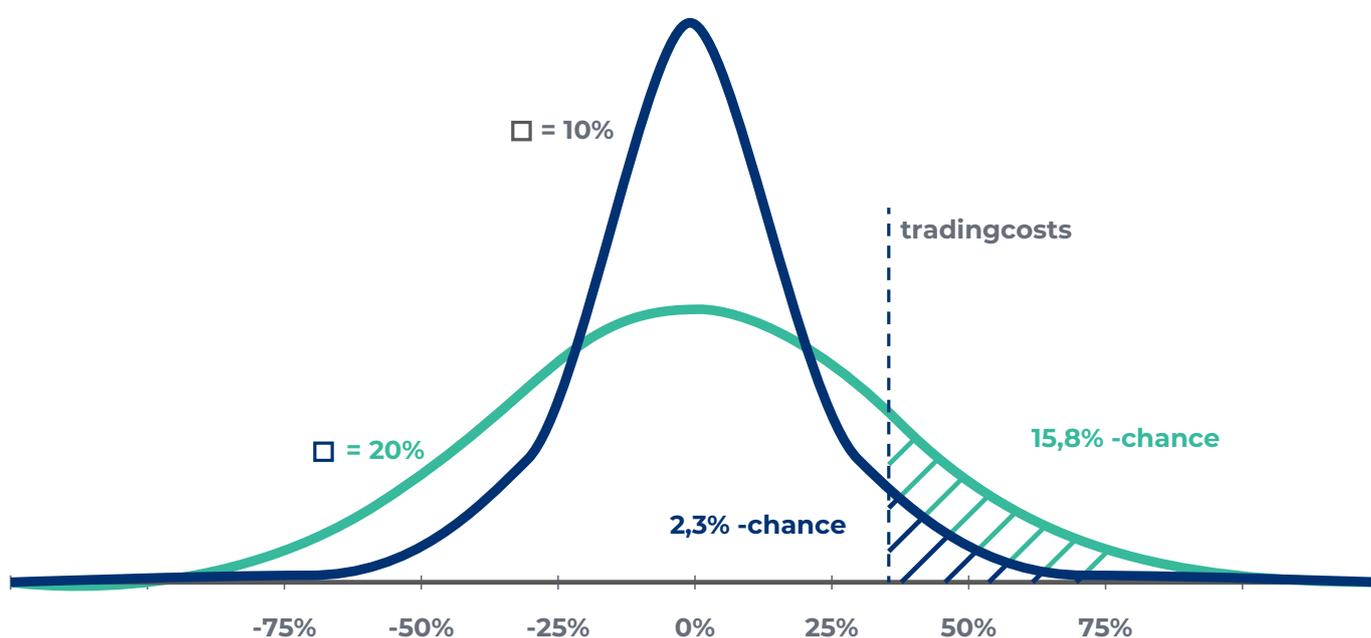
Isso porque, considerando a rentabilidade histórica do mercado acionário norte-americano, no mesmo estudo em que publicou a regra 2-4-6 para cálculo do indicador *turnover ratio*, Stuart Goldberg sugere a aplicação da regra 4-8-12 para o indicador *cost-equity ratio*³¹.

De acordo com o estudo de Stuart Goldberg, valores **(i)** superiores a 4% ao ano sinalizam a possibilidade da prática do ilícito de mercado de *churning*; **(ii)** superiores a 8% gerariam presunção relativa da prática de *churning*; e **(iii)** superiores a 12% seriam conclusivas quanto à prática de tal ilícito.

31 Goldberg, Stuart – 1978 – “Fraudulent broker-dealer practices” – disponível em <https://www.ojp.gov/ncjrs/virtual-library/abstracts/securities-law-part-1-recognizing-fraudulent-broker-dealer>. Consulta em 02/02/2025.

Por sua vez, Craig McCann, no estudo denominado “Churning”³², sustentou que a *cost-equity ratio* refletiria a probabilidade de um investidor, considerando a estrutura de custos que gerou o valor calculado pelo indicador, alcançar uma rentabilidade positiva. Ainda, pondera que o cálculo da *cost-equity ratio* de um investidor deveria ser comparado ao retorno esperado do seu portfólio de investimentos. Além disso, ele demonstra que quanto menor a volatilidade do retorno esperado, maior será a probabilidade de uma *cost-equity ratio* ser considerada um indicativo do ilícito de mercado de *churning*, conforme se observa do gráfico apresentado na Figura I, que consta do mencionado estudo.

FIGURA I – CHANCE DE SUPERAR OS CUSTOS x DESVIO PADRÃO DO RETORNO DO PORTFÓLIO



Fonte: Craig McCann (2001)

A partir da análise do gráfico acima, observa-se que, quanto menores a média e o desvio padrão da distribuição utilizada como *benchmark* (como a rentabilidade histórica de um índice do mercado acionário, ou a rentabilidade esperada de uma carteira específica), menor será a probabilidade de que os investimentos realizados resultem em retorno positivo ao investidor, reforçando, portanto, a hipótese de *churning*.

32 McCann, Craig – 2001 – “Churning” – http://www.slcg.com/pdf/workingpapers/McCann_on_Churning.pdf. Consulta em 02/02/2025.

4.1.3 Controle da Conta do Investidor: o segundo elemento considerado pela jurisprudência administrativa para a caracterização do ilícito de mercado de *churning* – e que também é o elemento cuja aplicação mais tenha se alterado nos *benchmarks* internacionais – consiste no controle da conta do investidor.

Em regra, o controle de conta pode se dar **(i)** de forma direta, no exemplo mais clássico do preposto do Participante que possui, indevidamente, acesso à conta do investidor, ainda que com a sua autorização expressa, ou nos casos de carteira administrada, fundos e clubes de investimento ou de gestão irregular de carteira de investimentos; ou **(ii)** de forma indireta, também chamada pela jurisprudência nacional e internacional de controle de fato³³, que ocorre nos casos em que, mesmo que não exista autorização formal ou o acesso direto pelo preposto do Participante, este exerça o controle indireto sobre as operações da conta, seja em razão da confiança que o investidor possui para seguir as suas recomendações ou aceitar ordens enviadas por meio do Participante de forma automatizada, seja em razão do perfil ou de qualquer outra estrutura organizada para perpetrar tal irregularidade.

Com relação a este requisito específico, a análise atual dos *benchmarks* internacionais caminha no sentido de descaracterizar o controle da conta, seja ele direto ou indireto, como um requisito objetivo para a caracterização do *churning*, para passar a analisar o enquadramento do caso concreto do ponto de vista do perfil do perfil de *suitability* do investidor, combinada com uma análise acerca da razoabilidade e coerência das recomendações de investimento realizadas pelo preposto do Participante. O controle da conta do investidor, portanto, passou a ser tratado como uma circunstância adicional para a caracterização da prática do *churning*.

4.1.4 Intenção de Gerar Receitas Indevidas: o terceiro e último elemento que deve ser identificado, para que se constate a prática do *churning*, consiste na caracterização da intenção do agente em gerar comissões ou outras receitas, ao invés do crescimento patrimonial dos investidores. Em que pese seja um requisito de difícil comprovação por provas documentais, a melhor jurisprudência administrativa internacional considera que a verificação dos demais elementos descritos, somada ao fato de que as operações realizadas em excesso geravam receitas ao preposto do Participante, ou a terceiros, mostra-se suficiente para a que se conclua pela intenção de gerar receitas indevidas.

4.2 Aplicação dos Indicadores para o Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro

A partir do estudo de um *benchmark* internacional, e considerando as especificidades e as características do mercado de valores mobiliários brasileiro, a BSM elaborou e publicou o Relatório 001/2011, no qual apresentou uma sugestão de indicadores para a captura de potenciais práticas de *churning*, que considerava as especificidades do mercado de valores mobiliários brasileiro da época.

Desde a publicação do estudo pela BSM, os cenários regulatório e autorregulatório brasileiro

33 “De facto control is established if a customer relies on a broker’s advice because the customer is unable to evaluate the broker’s recommendations and exercise independent judgment.” Harry Gliksmann, 54 S.E.C. 471, 475 (1999). Disponível em https://www.sec.gov/enforcement-litigation/opinions-adjudicatory-orders/34-42255#P81_8691. Acesso em 02/02/2025. Tradução Livre: “O controle de fato é estabelecido se um cliente confiar na orientação de um corretor porque o cliente é incapaz de avaliar as recomendações do corretor e exercer julgamento independente”.

e internacional se modificaram sensivelmente, com o surgimento de novos produtos, avanços tecnológicos e novas estruturas engendradas para concretização do ilícito, acompanhados de evolução importante na jurisprudência administrativa nacional e internacional, o que motivou que a BSM elaborasse o presente Guia, atualizando as suas sugestões de indicadores ao momento atual do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Para tanto, no presente Guia, a BSM parte da metodologia elaborada e publicada por meio do Relatório 001/2011, e **(i)** atualiza os valores de referência considerados para caracterização da prática de *churning* por meio dos indicadores TR e CE; e **(ii)** propõe novas abordagens acerca dos demais critérios considerados para a potencial caracterização e tipificação desse ilícito de mercado.

4.2.1 TR no Brasil: para a TR, seguindo a abordagem adotada por Donald Winslow e Seth Anderson³⁴, o parâmetro utilizado pela BSM foi desenvolvido com base na atuação de gestores profissionais de fundos de investimento em ações (“Fundos de Ações”).

A premissa adotada para essa comparação é a de que não é razoável que um investidor opere individualmente sua carteira a uma taxa superior à de um gestor profissional, que monitora o mercado constantemente em busca das melhores oportunidades para os fundos que tenha a oportunidade de gerir.

Para tanto, a BSM analisou as operações realizadas por Fundos de Ações nos mercados organizados administrados pela B3, bem como o patrimônio líquido médio desses fundos ao longo do ano de 2024. De acordo com o levantamento, no ano de 2024, aplicando a métrica adotada pela BSM, a taxa média de *turnover* para o universo de Fundos de Ações foi de 2,27.

Na Tabela III a seguir, são consolidados os dados de uma análise que considera a mesma métrica anterior, mas que restringe a análise aos fundos de investimentos que adotam uma gestão mais ativa e que atendam principalmente investidores pessoas físicas e jurídicas não financeiras, ou do segmento *private*. O objetivo com tal restrição é o de identificar Fundos de Ações com gestores que possuam um comportamento de gestão mais próximo ao daqueles que são observados nos processos de supervisão e fiscalização da BSM.

Para este grupo específico de Fundos de Ações, a taxa média de *turnover* em 2024 foi de 2,93, com um desvio padrão de 4,32. Essa análise revela que 99% dos fundos de investimento selecionados apresentaram taxas de *turnover* inferiores a 11,57.

Seguindo o exemplo da análise realizada no mercado norte-americano, recomenda-se a adoção de intervalos de taxas de *turnover* para indicar a potencial ocorrência ou não de *churning*, com base em taxas consideradas excessivamente altas ou dentro de níveis aceitáveis. A definição desses intervalos (Tabela III) considera a distribuição de probabilidade da TR:

34 Op. Cit. Winslow, Donald, and Anderson, Seth – “A Model for Determining the Excessive Trading Element in Churning Claims”

TABELA III – Distribuição de probabilidade da TR

Fundos de Ações – 2024

Percentil da quantidade de fundos	Média da Taxa de Turnover
1%	0,01
25%	0,87
50%	1,33
75%	2,48
90%	6,02
95%	8,36

Com base nos valores acima dispostos, a BSM sugere que a TR **(i)** menor que 2 (dois) não consiste em indício de potencial prática de *churning*; **(ii)** superior a 2 (dois) e inferior a 8 (oito) consiste em indício de potencial *churning*; e **(iii)** superior a 8 é considerada presunção relativa com relação à caracterização do *churning*.

Ou seja, as faixas de TR sugeridas pela BSM seguem resumidas na Tabela IV:

TABELA IV

TR	Indicativo de <i>churning</i>
$TR \leq 2$	Não
$2 < TR \leq 8$	Indicativo (possível)
$TR > 8$	Presunção Relativa (provável)

4.2.2 CE no Brasil: para a CE, seguindo a abordagem adotada no *benchmark* norte-americano, em especial as análises trazidas por Craig McCann³⁵, o parâmetro utilizado pela BSM foi desenvolvido com base na rentabilidade média histórica do Ibovespa, descontando-se a inflação de cada ano.

Ou seja, este indicador tem como objetivo ilustrar a expectativa de retorno do investidor, considerando a rentabilidade esperada do mercado de valores mobiliários brasileiro, caracterizada pela média do Ibovespa, extraída do período de 1996 a 2024, já desconsiderando o valor da inflação no período, bem como avaliá-la comparativamente em relação à estrutura de custos a que ele foi submetido.

Tal cálculo pode ser observado pela Tabela V, abaixo transcrita.

35 Op. Cit. McCann, Craig – 2001 – “*Churning*”.

TABELA V – Evolução do Índice Ibovespa Período de 1996 a 2024

Ano	Ibovespa (% a.a.) (A)	IPCA (% a.a.) (B)	Ibovespa real (% a.a.) (A) / (B)
1996	63,8%	9,6%	49,5%
1997	44,8%	5,2%	37,6%
1998	-33,5%	1,7%	-34,5%
1999	151,9%	8,9%	131,2%
2000	-10,7%	6,0%	-15,7%
2001	-11,0%	7,7%	-17,4%
2002	-17,0%	12,5%	-26,2%
2003	97,3%	9,3%	80,5%
2004	17,8%	7,6%	9,5%
2005	27,7%	5,7%	20,8%
2006	32,9%	3,1%	28,9%
2007	43,7%	4,5%	37,5%
2008	-41,2%	5,9%	-44,5%
2009	82,7%	4,3%	75,1%
2010	1,0%	5,9%	-4,6%
2011	-18,1%	6,5%	-23,1%
2012	7,4%	5,8%	1,5%
2013	-15,5%	5,9%	-20,2%
2014	-2,9%	6,4%	-8,8%
2015	-13,3%	10,7%	-21,7%
2016	38,9%	6,3%	30,7%
2017	26,9%	3,0%	23,2%
2018	15,0%	3,8%	10,9%
2019	31,6%	4,3%	26,1%
2020	2,9%	4,5%	-1,5%
2021	-11,9%	10,1%	-20,0%
2022	4,7%	5,8%	-1,0%
2023	22,3%	4,6%	16,9%
2024	-10,4%	4,8%	-14,5%
Média	18,2%	6,2%	11,2%

Assim, considerando a média da rentabilidade do Ibovespa no período de 1996 a 2024, para aplicação da CE no Brasil, em valores superiores a **11,2%**, sobre a rentabilidade esperada da carteira média³⁶, caracterizariam presunção relativa quanto à prática de tal ilícito de mercado. O referido cálculo deve ser atualizado anualmente para cada caso concreto, com base nos valores das médias de cada ano, devendo não exceder o período de 30 (trinta) anos anteriores à data do indicador calculado.³⁷

Ou seja, as faixas de CE sugeridas pela BSM seguem resumidas na Tabela VI:

TABELA VI

CE	Indicativo de <i>churning</i>
CE < 11,2%	Não
CE ≥ 11,2%	Presunção Relativa (provável)

O racional para adotar esse parâmetro é bastante simples e objetivo: de acordo com os estudos da BSM, a rentabilidade esperada de um investidor médio que aplique na Bolsa pode ser representada pela rentabilidade média do Ibovespa. Desta forma, a BSM demonstra que uma estrutura de custo que assuma valores superiores a este reduz a possibilidade de lucro do investidor a menos de 50%.

Destaca-se, ademais, que para o cálculo da CE, para além eventuais taxas e comissões, devem ser consideradas todas as perdas financeiras do investidor, com reflexos em receitas percebidas pelo Participante ou seu preposto, em decorrência de operações de giro de carteira. Um exemplo desse tipo de situação ocorre no mercado de balcão organizado, nos casos em que os prepostos dos Participantes adotam estratégias de compra e venda de mesmo valor mobiliário, aplicando *spreads* em cada operação de compra e venda, dificultando a percepção da real intenção de geração de receita excessiva. Nessas situações, mesmo que o investidor seja formalmente isento de corretagem, tais custos deveriam ser considerados para os fins do cálculo da CE.

4.2.3 Controle da Conta do Investidor: em que pese o cenário jurisprudencial administrativo nacional ainda considere o controle de conta, seja ele direto ou indireto, como requisito essencial para a caracterização da prática do *churning*³⁸, a BSM entende que este requisito deva ser analisado em conjunto com outras variáveis, como por exemplo, a análise do perfil de *suitability* do investidor, a transparência dos negócios e dos resultados dada ao investidor pelo Participante, a mudança do padrão operacional, o estímulo para realização de novas operações, o tempo de permanência dos valores mobiliários em custódia, o fundamento econômico das operações, entre outros.

³⁶ Por carteira média, no cálculo de CE, a BSM considera o valor total da carteira do Investidor considerando os tipos de ativos que foram transacionados, nas operações analisadas, que geraram o indicador.

³⁷ O período máximo de 30 (trinta) anos anteriores leva em consideração o padrão norte-americano adotado e utilizado pela SEC para o cálculo do *churning*.

³⁸ O controle sobre a conta é “verdadeiro pré-requisito para verificar se negociações excessivas podem configurar a prática do *churning*. Com efeito, o fato de a conta ter sido girada 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”. PAS SP 2014/0465 – Julgado em 06/11/2018 – Diretor Relator Gustavo Gonzalez.

Nesse mesmo sentido, uma evolução importante no mercado de valores mobiliários brasileiro, que parece caminhar em direção aos modelos e parâmetros adotados pelo *benchmark* internacional, foi a caracterização objetiva de irregularidade derivada da recomendação de produtos, serviços ou operações que impliquem em custos excessivos aos investidores e conseqüentemente, em receitas excessivas aos Participantes e seus prepostos, prescindindo, para tanto, o controle da conta dos investidores, conforme previsto no artigo 3º, §5º, da RCVM 30.³⁹

Contudo, diferentemente do que ocorre com o *benchmark* internacional, atualmente tal irregularidade tem sido tratada de forma independente e não tem sido utilizada para caracterizar a prática do *churning*, que por sua vez permaneceu com a necessidade de demonstração dos 3 (três) elementos mencionados anteriormente.

Por este motivo, em que pese não haja respaldo na jurisprudência ou na regulação da CVM para se prescindir o controle direto ou indireto da conta do investidor, como requisito essencial para a caracterização do ilícito de *churning*, a BSM propõe uma abordagem mais ampla para os casos de controle indireto de conta, e entende que devem ser analisados no âmbito de um contexto maior, nos quais se avalia a razoabilidade das operações, a rentabilidade esperada da carteira média, o perfil de *suitability* do investidor, a transparência e, principalmente, as recomendações de investimentos dadas aos investidores e a sua influência na tomada de decisão de investimento.

4.2.4 Intenção de Gerar Receitas Indevidas: o último elemento a ser identificado para caracterizar a prática de *churning* é a demonstração da intenção do agente em gerar comissões ou outras receitas em seu favor ou de terceiros. Na jurisprudência administrativa nacional, o entendimento aplicado a este último requisito se assemelha em muito com a aplicação dada pelos reguladores e autorreguladores do *benchmark* internacional: a constatação dos demais elementos, em especial dos indicadores TR e CE, é suficiente para caracterizar a hipótese de que há intenção de se gerar receitas indevidas.⁴⁰

4.3 Nova Perspectiva Regulatória – Parâmetros Relativizados

Em linha com o que foi apresentado neste Guia, com o passar dos anos e com o amadurecimento do tema perante os reguladores e autorreguladores nacionais e internacionais, uma nova perspectiva regulatória para o *churning* passou a ser adotada, o que pôde ser observada, principalmente, pela evolução dos elementos tradicionais adotados para a sua caracterização.

Anteriormente, a caracterização da prática do *churning* baseava-se exclusivamente em elementos taxativos, que deveriam ser caracterizados cumulativamente, a saber **(i)** o controle, direto ou indireto, exercido sobre a carteira do investidor; **(ii)** a constatação do giro excessivo da carteira, que se concretiza por meio dos indicadores, denominados neste estudo de TR e CE; e **(iii)** a intenção de se obter vantagem financeira para si ou para outrem desse giro, que se presumia pela presença dos demais elementos.

³⁹ Dispositivo análogo já tinha sido incluído na Instrução CVM 539/2013, revogada pela RCVM 30, de modo que foi atualizado com a publicação desta última.

⁴⁰ PAS CVM nº 22/2013 – Diretor Relator Gustavo Gonzalez – Julgado em 18.09.2018.

No entanto, reconhecendo a complexidade e a evolução da atuação dos envolvidos responsáveis pela prática de tal ilícito de mercado, a jurisprudência administrativa nacional e internacional passou a relativizar tais elementos considerando as particularidades de cada caso analisado e a dinâmica da interação entre os investidores e os Participantes e seus prepostos.

Mesmo nos casos em que os indicadores tradicionais, como a TR e a CE, não atinjam os parâmetros apresentados, essa nova perspectiva permite uma avaliação mais ampla e abrangente do ilícito. Isso inclui a análise de fatores como a finalidade das transações realizadas, a consistência das operações com o perfil e os objetivos do investidor, bem como a comunicação clara e transparente por parte dos Participantes e seus prepostos.

Nesse sentido, destaca-se o precedente publicado pela CVM, quando do julgamento do PAS CVM nº 11/2013, no qual se consignou que **“uma taxa de giro e uma razão de custo sobre o patrimônio que excedem os indicadores apontados nos estudos especializados não são, necessariamente, provas irrefutáveis de churning – embora usualmente se considere que, nessas situações, existe uma presunção relativa de irregularidade. Do mesmo modo, em outros casos pode-se ao final concluir que a carteira foi girada em excesso, com o intuito de gerar corretagem, mesmo quando os indicadores de TR e C/E ficaram abaixo dos limites dos estudos. Afinal de contas, a análise dos indicadores sempre deverá ser feita à luz do perfil do cliente e das características do caso concreto”**.⁴¹

Com relação ao controle de conta, o entendimento da CVM passou a considerar uma forma de controle indireto, também chamada pela jurisprudência nacional e internacional de controle de fato, no qual o preposto do Participante possui uma relação de confiança com o investidor, e valendo-se de tal confiança, recomenda investimentos que não se alinham com os interesses do investidor, mas com o objetivo de se aferir uma remuneração para si ou para terceiros.

Nesse sentido, destaca-se o entendimento firmado pela CVM por ocasião do julgamento do PAS CVM nº SP2014/0465, em que se reconheceu a aplicabilidade do controle de fato ao processo sancionador nacional, nos seguintes termos: **“As operações são aparentemente regulares e os resultados parecem decorrer do jogo natural do mercado. Não é isso, contudo, que ocorre em realidade, uma vez que os negócios buscam gerar remuneração para o agente e não rentabilidade para o cliente. Em tais casos, a conduta preenche os elementos que caracterizam a realização de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM nº 08/1979. Vale dizer, o investidor, por falta de conhecimento técnico, é induzido em erro pelo profissional de mercado, segue recomendações maliciosas e acaba por autorizar negócios que não sabe danosos ao seu patrimônio e que se traduzem em ganhos ilícitos àquele em que depositou confiança.”**⁴²

Essa nova perspectiva regulatória se pauta na importância da avaliação de outros elementos no caso concreto, e da relativização daqueles elementos então considerados como necessários e cumulativos para a caracterização da prática do *churning*.

Assim, ao adotar essa perspectiva mais integrada, o regulador e o autorregulador buscam não apenas coibir o *churning*, mas também promover um ambiente mais hígido, seguro e confiável para os agentes do mercado de valores mobiliários brasileiro.

⁴¹ PAS CVM nº 11/2013 – Diretor Relator Gustavo Gonzalez – Julgado em 31.01.2018.

⁴² PAS CVM nº SP2014/0465 – Diretor Relator Gustavo Gonzalez – Julgado em 06.11.2018.

5. Diligências Esperadas dos Participantes



5. Diligências Esperadas dos Participantes

No contexto do presente Guia, é dever dos Participantes adotarem diligências para o monitoramento de operações e ofertas em nome dos investidores com os quais possuam relacionamento, sejam elas realizadas via mesa, pelo envio automatizado pelo Participante (*push*) ou por qualquer outra forma de emissão de ordens, nos Segmentos Listado B3 e Balcão Organizado B3⁴³. Tais diligências incluem a implementação de sistemas de monitoramento efetivos e capazes de identificar, em tempo real, padrões atípicos de negociação e eventual atuação de prepostos com indícios de conflitos de interesse, em violação aos deveres de lealdade e de melhor execução, valendo-se dos critérios sugeridos neste Guia.

Além disso, é dever dos Participantes manterem arquivos dos registros de todas as operações e ofertas, não apenas para que cumpram ao art. 33, Incisos II e IX e art. 48 da RCVM 35⁴⁴, mas também para viabilizar uma análise posterior de eventuais casos que não tenham sido identificados em sua estrutura de monitoramento. Para que seja considerado completo, o monitoramento deve ser realizado tanto por meio de controles automatizados, quanto por análises individualizadas e revisões periódicas conduzidas por equipes dedicadas e especializadas.

Com relação à aplicação dos indicadores TR e CE, na forma que são sugeridos pela BSM no presente Guia, ambos constituem importantes ferramentas para avaliar a eficiência e a razoabilidade das operações realizadas pelos investidores para identificação de casos atípicos que indiquem indícios de potencial prática ilícita de mercado denominada *churning*.

Nesse sentido, com relação à TR, os Participantes devem monitorar este índice para garantir que a frequência das operações esteja alinhada com os objetivos de investimento e o perfil de risco dos investidores. Um giro de carteira excessivamente alto deve ser um importante indicador da prática de *churning*, em que as operações visam principalmente a geração de comissões ou outras receitas, ao invés do crescimento patrimonial dos investidores.

Com relação à CE, os Participantes devem calcular o indicador de custos em relação ao patrimônio do investidor no ativo específico negociado, assegurando que as receitas de corretagem, comissões ou quaisquer outros custos operacionais não onerem significativamente o capital dos investidores, levando em consideração a taxa de retorno esperada da carteira média dos investidores. Este indicador também deve ser um importante direcionador da análise de potencial prática de *churning*, em especial para identificação da razoabilidade das operações executadas.

43 A CVM recomenda esse tipo de monitoramento pelos intermediários, como se pode verificar pelo Ofício-Circular nº 5/2019-CVM/2019: “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. 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”. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0519.html>.

44 Art. 33. O intermediário deve: (...) II – manter controle das posições dos clientes, com a conciliação periódica entre: a) ordens executadas; b) posições constantes na base de dados que geram os extratos e demonstrativos de movimentação fornecidos a seus clientes; e c) posições fornecidas pelas entidades de compensação e liquidação, se for o caso.

Art. 48 Os intermediários devem manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos e informações exigidos por esta Resolução, bem como toda a correspondência, interna e externa, todos os papéis de trabalho, relatórios e pareceres relacionados com o exercício de suas funções, sejam eles físicos ou eletrônicos, assim como a íntegra das gravações referidas no art. 14, as trilhas de auditoria referidas no art. 7º e no inciso II do parágrafo único do art. 13, e os registros das origens das ordens referidos no inciso I do § 1º do art. 16.

5. Diligências Esperadas dos Participantes

Com relação à questão de eventual controle da conta do investidor, seja ele direto ou indireto, considerando o panorama regulatório e jurisprudencial nacional e internacional, a BSM entende que este requisito deva ser analisado em conjunto com outras variáveis, como por exemplo, a análise do perfil de *suitability* do investidor, a transparência dos negócios e resultados dada ao investidor pelo preposto do Participante, o estímulo para realização de novas operações, o fundamento econômico das operações, entre outros.

Ainda com relação ao controle de conta, recomenda-se que os Participantes monitorem situações em que se constate os indicadores de TR e CE fora dos limites propostos, com ordens emitidas por procuradores ou outros tipos de representantes dos investidores, e entrem em contato com os investidores titulares dos valores mobiliários para confirmar as ordens emitidas, em atenção ao disposto no art. 34 da RCVM 35.⁴⁵

Além do monitoramento de operações e ofertas, quando identificada uma hipótese de um possível caso de *churning*, é dever dos Participantes analisarem e comunicarem eventuais atipicidades à CVM e à BSM – na qualidade de autorreguladora dos mercados organizados administrados pela B3, para que procedam com suas análises e conclusões. Além disso, é dever dos Participantes colaborarem plenamente durante as análises, e implementarem as eventuais medidas corretivas e preventivas recomendadas, com o objetivo de evitar novas recorrências.

Ademais, a BSM destaca a necessidade de os Participantes adequarem suas regras, procedimentos e controles internos para o envio e disponibilização do extrato trimestral aos investidores, a teor do que dispõe o art. 26-F da RCVM 35⁴⁶, incluído pela Resolução CVM 179/2021. Isso permitirá que os investidores acompanhem de forma mais próxima o impacto dos custos incorridos nos resultados de suas operações, o que auxiliará na identificação de indícios de potenciais práticas de *churning*.

Destaca-se, finalmente, que uma atuação proativa e diligente do Participante, com uma linha de comunicação transparente e eficiente com o regulador e com o autorregulador, não apenas cumpre com as exigências legais e regulatórias, mas também reforça o compromisso dos Participantes com a ética e a proteção dos investidores.

45 Art. 34. Os intermediários devem contatar o titular dos valores mobiliários para confirmar a existência da ordem dada por procuração que possa configurar irregularidade, em especial quando se tratar de: (...).

46 Art. 26-F. O intermediário deve enviar trimestralmente a seus clientes extrato com informações sobre a remuneração auferida em virtude dos investimentos em valores mobiliários por eles realizados. §1º O extrato deve conter o valor total da remuneração auferida direta ou indiretamente pelo intermediário em razão dos investimentos do investidor destinatário do extrato, discriminando: I – modalidade de investimento realizado; II – natureza da remuneração, considerando, dentre outros, os parâmetros do art. 26-C; e III – parcela correspondente a remuneração de assessores de investimento. §2º O extrato deve conter ainda o endereço da página na rede mundial de computadores em que podem ser obtidas mais informações sobre as práticas remuneratórias e potenciais conflitos de interesse do intermediário, nos termos do art. 26-A. §3º O extrato deve ser enviado até 30 (trinta) dias após o encerramento do trimestre. §4º O extrato deve compreender a remuneração total auferida no período pelo intermediário, inclusive quando decorrente de investimentos realizados em períodos anteriores. §5º Aplica-se o disposto no art. 26-E, §2º, a valores que não tenham como ser conhecidos pelo intermediário no encerramento do trimestre ao qual o extrato se refere. §6º O envio do extrato é dispensado para os clientes cujos investimentos não tenham gerado remuneração ao intermediário.

6. Desafios do Tema no Brasil



Mesmo com toda a evolução mencionada, o combate ao *churning* no mercado de valores mobiliários do Brasil ainda enfrenta desafios técnicos significativos, especialmente no que diz respeito à elaboração de indicadores adequados para diferentes mercados e operações.

A título exemplificativo, no mercado de registro de operações previamente realizadas e nas operações com derivativos, frequentemente são geradas corretagens sem que exista um valor de patrimônio definido, de forma precisa, para o cálculo da CE. Tal cenário levanta a questão sobre qual base patrimonial deve ser adotada para esses cálculos: se o patrimônio agregado, segregado por segmento de mercado ou ainda por produto específico. Nesse exemplo específico, a escolha da base adequada é crucial para assegurar que os indicadores reflitam, de maneira coerente e consistente, a realidade das operações e permitam a detecção de potenciais práticas de *churning*, ao passo que a ausência de uma padronização clara nesse aspecto pode resultar em inconsistências nas análises e dificultar a comparação entre os diferentes Participantes e investidores, comprometendo a efetividade das medidas de controle e prevenção de tal ilícito de mercado.

Outro exemplo ocorre quando, no mercado de balcão organizado, os Participantes adotam estratégias de compra e venda do mesmo valor mobiliário, aplicando *spreads* de entrada e saída em cada operação. Nessas situações, mesmo que o investidor seja formalmente isento de corretagem, tais custos deveriam ser considerados para os fins do cálculo da CE. Contudo, a complexidade da estrutura de tais operações pode dificultar a identificação dessas práticas, uma vez que pode haver parte da posição do investidor em outras infraestruturas de mercado financeiro ou entidades administradoras de mercados organizados.

De toda forma, os referidos desafios tendem a ser superados com o amadurecimento e o aprimoramento das diretrizes regulatórias e autorregulatórias, que são ferramentas fundamentais para que se estabeleçam modelos, parâmetros e entendimentos claros e objetivos, diminuindo assim as incongruências interpretativas, sempre com o objetivo final de garantir a proteção dos investidores e a manutenção da integridade do mercado de valores mobiliários brasileiro.



7. Conclusão



7. Conclusão

O presente Guia foi elaborado pela BSM como objetivo principal de orientar os Participantes quanto aos requisitos que devem ser observados para a potencial caracterização do ilícito de mercado denominado *churning*, tipificado como operação fraudulenta no Brasil e que deve ser objeto de monitoramento pelos Participantes, nos termos da RCVM 62 e da RCVM 35.

Nesse sentido, este estudo consolida duas abordagens de orientação aos Participantes dos mercados organizados administrados pela B3: **(i)** a primeira consiste na orientação para a especificação de parâmetros objetivos e subjetivos, que se recomenda que sejam considerados pelos Participantes, no âmbito das suas rotinas de monitoramento e identificação de potenciais casos de *churning*; e **(ii)** a segunda orientação diz respeito à descrição das diligências esperadas dos Participantes, em que a BSM descreve quais são as regras, os procedimentos e os controles internos que devem ser adotados pelos Participantes.

Com relação ao indicador TR, a BSM propõe os seguintes parâmetros para a caracterização de hipóteses indicativas de *churning* (Tabela VII).

TABELA VII

TR	Indicativo de <i>churning</i>
$TR \leq 2$	Não
$2 < TR \leq 8$	Indicativo (possível)
$TR > 8$	Presunção Relativa (provável)

Já com relação ao indicador CE, a BSM propõe os seguintes parâmetros para a caracterização de hipóteses indicativas de *churning* (Tabela VIII).

TABELA VIII

CE	Indicativo de <i>churning</i>
$CE < 11,2\%$	Não
$CE \geq 11,2\%$	Presunção Relativa (provável)

Destaca-se, neste ponto conclusivo, que a BSM defende que, a depender das características do caso concreto em análise, seja possível a relativização de um ou mais critérios tradicionais de caracterização do *churning*⁴⁷, que até então eram aplicados de forma taxativa, para que se viabilize o enfrentamento a novas estruturas fraudulentas modernizadas, engendradas com o mesmo objetivo fim daquelas originalmente construídas para realizar operações fraudulentas de giro de carteira, mas que evoluíram e foram construídas com maior complexidade e cuidado, o que pode dificultar o monitoramento, a supervisão e o alcance da atividade sancionatória.

Se a estrutura deste ilícito evoluiu para dificultar a captura pelo monitoramento, supervisão e fiscalização, a regulação e a autorregulação devem evoluir em igual medida.

⁴⁷ A exemplo do que fez a CVM nos precedentes mencionados neste Guia.



BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS

bsm@bsmsupervisao.com.br

bsmsupervisao.com.br