

I. TEMPESTIVIDADE

Conforme as intimações recebidas em 09 de março de 2017 pelo Diretor e em 10 de março de 2017 pela Corretora, o prazo para apresentação de defesa expiraria após 30 dias contados do recebimento da intimação. Portanto, o prazo para apresentação da Defesa pelo Diretor expiraria em 10 de abril e pela Corretora em 11 de abril de 2017, restando comprovada a tempestividade da presente Defesa.

II. ORGANIZAÇÃO DA DEFESA

Esta Defesa está organizada em seis capítulos, incluindo o Capítulo I, que trata da tempestividade, e o presente Capítulo II, que trata da organização da apresentação da Defesa, para facilitar a leitura por parte dos membros desse D. Conselho de Supervisão.

No Capítulo III, apresentaremos um sumário dos fatos objeto do presente Processo, relativo à negociação com ações de emissão da [REDACTED] ou “Companhia”), bem como do termo de acusação formulado pelo Diretor de Autorregulação da BSM (“Acusação”).

No Capítulo IV, apresentaremos os argumentos pelos quais entendemos que deve ser afastada qualquer responsabilidade da Corretora e do seu Diretor pelas alegadas irregularidades na negociação com ações de emissão da [REDACTED].

Por fim, os Capítulos V e VI apresentam a conclusão e a manifestação de interesse na apresentação de proposta de celebração de Termo de Compromisso com essa D. BSM.

III. FATOS

O presente Processo originou-se de expedientes enviados pela BSM à Corretora em março de 2015, solicitando que a Corretora investigasse um conjunto de operações realizadas com ações de emissão da [REDACTED] nos pregões de 23, 26, 29 e 30 de dezembro de 2014, pelo operador Maurício Sanchez de Lima Filho (“Operações”, “Operador” e “Ofícios”)¹.

Após investigação com base na análise técnica matemática e gráfica das referidas operações e do desempenho das ações de emissão da [REDACTED] no período apontado, a área de *Supervisão* da Corretora não confirmou indícios de irregularidade. Em seu diagnóstico, a *Supervisão* constatou que a alta das ações em questão vinha ocorrendo desde 18 de dezembro de 2014, e que no período entre 23 e 30 de dezembro de 2014, a variação

¹ Ofício 0496/2015-SAM-DAR-BSM e Ofício 0497/2015-SAM-DAR-BSM.

do preço do ativo se manteve no padrão dos meses pretéritos, não havendo indicativo de manipulação de preço ou criação de condições artificiais.

Diante disso, a Corretora, representada pelo seu Diretor responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas na Instrução CVM nº 505/2011 (“ICVM 505”), informou à BSM, em atenção aos Ofícios, o resultado da investigação com base na análise elaborada pela área de *Supervisão* no sentido de não ter sido verificada irregularidade.

A BSM aprofundou as investigações, cujos resultados constam do parecer elaborado pela Superintendência de Acompanhamento de Mercado nº 054/2015, de 31 de janeiro de 2017 (“Parecer”), referente à análise das Operações.

Conforme apurado, tais Operações foram realizadas por conta e ordem da própria Companhia no âmbito do Programa de Recompra de Ações aprovado pelo seu Conselho de Administração em 03 de novembro de 2014, conforme divulgado ao mercado por meio de fato relevante na mesma data. O Programa de Recompra de Ações autorizava a aquisição de até 4.403.033 ações ordinárias de emissão da Companhia, quantidade representativa de 5,41% das ações em circulação à época.

Foram investigadas ainda operações realizadas pelo mesmo Operador com ações de emissão da [REDACTED] de titularidade do [REDACTED]. Segundo o Parecer, tais operações apenas teriam sido realizadas porque o Operador informou ao representante do [REDACTED] que a [REDACTED] iria iniciar a recompra naquela semana, visando aumentar o valor de mercado das ações.

Após análise do conjunto de operações envolvendo as ações de emissão da Companhia, o Parecer concluiu que o Operador teria incorrido em duas irregularidades:

- (i) prática de manipulação de preço com ações de emissão da [REDACTED] com a participação de representante da própria Companhia, que teria a intenção de elevar o preço das ações a um valor no intervalo entre R\$ 13,00 e R\$ 14,00; e
- (ii) prática de *front running* por parte do Operador, por ter avisado a um representante do [REDACTED] que um representante da [REDACTED] estaria interessado na elevação do preço das ações de emissão da Companhia até o final do pregão de 30 de dezembro de 2014, caracterizando a realização de práticas não equitativas.

Diante da manifestação da Corretora em resposta aos Ofícios, elaborada com base na conclusão da sua área de *Supervisão* quanto à ausência de indicativos de irregularidade nas Operações, o Parecer considerou que a Corretora demonstrou uma interpretação equivocada da norma que lhe incumbiria fiscalizar, concluindo que tal interpretação caracterizaria uma falha em seu dever de diligência no cumprimento das normas aplicáveis ao mercado de capitais, em especial no que tange ao seu dever de zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado.

Com base no Parecer, o Diretor de Autorregulação da BSM elaborou Termo de Acusação em face do Operador e, ainda, da Corretora e seu Diretor, estes últimos por infração ao artigo 32, inciso I, da ICVM 505.

No entender da Acusação, o Operador teria incorrido nas práticas de manipulação de mercado e *front running*. Além disso, uma vez que a Corretora não identificara tais operações como irregulares mesmo após oficiada pela BSM, a Corretora teria falhado em seu dever de zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado.

Nos termos utilizados pela Acusação, dos quais discordamos frontalmente, ao *“interpretar equivocadamente que as operações executadas eram regulares, a Corretora deixou de atuar para impedir a prática ou a recorrência da manipulação executada por Fábio e pelo Operador”*. Afirmou-se, ainda, que *“a Corretora não entendeu que as operações conduzidas pelo Operador caracterizariam front running e, portanto, mesmo que tenha identificado em seus controles a atuação de Maurício, não atuaria para impedir a prática abusiva ou sua recorrência pelo Operador”*.

Já com relação ao Diretor, o Termo de Acusação observa que era ele o responsável por *“desenvolver e implementar (a) regras adequadas e eficazes da Corretora para o cumprimento do disposto na ICVM 505 e (b) procedimentos e controles internos da Corretora com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia dessas regras.”*

No entender da Acusação, o Diretor também teria demonstrado entendimento equivocado em relação às operações em questão, o que representaria falha no dever do Diretor de cumprir a ICVM 505.

Com base nessas ilações, a Acusação entendeu que a Corretora e o Diretor responsável teriam incorrido na infração ao artigo 32, inciso I, da ICVM 505.

IV. MÉRITO

Como mencionado, a Corretora e seu Diretor foram acusados pela suposta falha em seu dever de zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado, o que caracterizaria infração ao artigo 32, inciso I, da ICVM 505. Tal falha decorreria do fato de a Corretora não ter identificado irregularidades supostamente perpetradas pelo Operador em negócios realizados com ações de emissão da [REDACTED] em quatro pregões, as quais caracterizariam a prática de manipulação de mercado e *front running*.

A Acusação constrói a imputação formulada contra a Corretora no raciocínio segundo o qual ao responder os Ofícios informando não ter encontrado irregularidades nas Operações em questão, a Corretora teria demonstrado interpretação equivocada das regras que regulam o mercado de capitais. Por conseguinte, tal interpretação equivocada teria feito com que a mesma deixasse de atuar para impedir a prática ou recorrência da manipulação supostamente efetuada pelo Operador, sustentando que **mesmo que tivesse identificado em seus controles internos a atuação do Operador, a Corretora não teria atuado para impedi-la**, pois entendeu que não havia irregularidade em tais condutas.

Diante dessa lógica empregada pela Acusação, faz-se necessário esclarecer determinados aspectos a respeito da manifestação da Corretora em resposta aos Ofícios da BSM e dos mecanismos de controles internos adotados pela Corretora.

Inicialmente, insta observar que, em momento algum, a Corretora afirmou que as operações realizadas pelo Operador não caracterizavam a prática de *front running* ou de manipulação de mercado. O que houve, em verdade, foi uma solicitação de investigação interna encaminhada pela BSM, à qual a Corretora atendeu prontamente, por meio da análise das operações por sua área de *Supervisão*.

Cabe destacar que a Corretora é uma pessoa jurídica e, por isso, se faz apresentar por seus diretores, no clássico dizer de Pontes de Miranda². Assim, a responsabilidade da pessoa jurídica depende da verificação das circunstâncias diversas de cada caso.

E assim foi feito. Com base em uma análise gráfica e matemática, a área de *Supervisão* entendeu, na investigação conduzida, **inexistirem indícios** de que tais operações fugiam à variação regular do mercado.

² PONTES DE MIRANDA. *Tratado de Direito Privado*. Tomo L, 3ª ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1972, p. 384.

Com relação à caracterização da prática de *front running*, o que o relatório de análise elaborado pela área de *Supervisão* (“Relatório”) concluiu é que, sendo a informação a respeito do Plano de Recompra da [REDACTED] de conhecimento público, não haveria que se falar em utilização de informação privilegiada ou prática não equitativa. O Relatório observou, ainda, que os papéis da [REDACTED] apresentavam um movimento de alta desde 18 de dezembro de 2014, sendo que o [REDACTED] apenas começou a operar com ações da [REDACTED] em 23 de dezembro, acompanhando uma demanda do mercado. Qual a interpretação equivocada neste caso?

No que diz respeito à prática de manipulação de mercado, o Relatório constatou que a variação ocorrida no período de 23 a 30 de dezembro de 2014 não fugiu à variação regular dos papéis no segundo semestre de 2014. Inclusive, entre o preço de abertura do pregão de 8 de dezembro de 2014 e o preço de fechamento do pregão de 18 de dezembro de 2014, as ações de emissão da [REDACTED] sofreram uma desvalorização de 17,85%, aproximadamente. Inexistindo informações no mercado que justificassem tal desvalorização, seria natural que nos pregões seguintes houvesse alguma correção. Foi o que de fato ocorreu. Essa correção não constitui, a princípio, um indício de irregularidade.

Essas foram as conclusões e os fundamentos do relatório da área de *Supervisão* da Corretora. Não há, nele, qualquer inferência que permita supor que a Corretora interpretaria de forma equivocada, por seu Diretor, as regras relativas às práticas de manipulação de mercado e *front running* ou que, ao constatar uma eventual conduta de um operador que se enquadrasse em tais tipos, não agiria para coibi-la.

A resposta da Corretora, devidamente representada por seu Diretor, refletiu o resultado da análise profunda e extensa elaborada pela área de *Supervisão*.

A Acusação se baseia em suposições sobre a interpretação dada pela Corretora acerca das normas que regulam o mercado de capitais. Além disso, presume que mesmo que a Corretora tivesse identificado a atuação do Operador, teria deixado de atuar para impedir as Operações por ter uma interpretação equivocada da norma.

No que tange especificamente à alegada prática de manipulação de mercado, a Acusação atribui a realização de tais práticas à omissão da Corretora. No entender da Acusação, as Operações em questão só foram possíveis pois a Corretora, por entender que não haveria irregularidade em tais operações, teria se omitido em coibi-las.

Querer imputar à Corretora responsabilidade exclusivamente porque as operações foram realizadas por meio de sua plataforma significa afirmar que a Corretora possui responsabilidade objetiva em relação a eventuais irregularidades cometidas por seus prepostos. Tal responsabilização objetiva é absolutamente **inadmissível** em direito sancionador, mesmo no âmbito da autorregulação.

Para que seja possível responsabilizar a Corretora, seria necessário comprovar que a Corretora concorreu para a prática dos atos, foi conivente com o ilícito alegado, foi negligente em identificá-lo ou, ainda, ao menos constatar que os mecanismos de fiscalização da Corretora seriam insuficientes e inadequados, o que não foi mencionado em nenhuma passagem do Termo de Acusação.

Nessa linha, é o entendimento já assentado pela Comissão de Valores Mobiliários:

PAS CVM nº RJ2006/3364 – julgado em 16.05.2007: “*Esses precedentes, por mim relatados, tratam, sem diferenciar, de duas situações distintas. Uma, cuja jurisprudência já se encontra amplamente pacificada (inexistência de responsabilidade objetiva perante a CVM) 1 e 2 e outra pouco explorada (impossibilidade de se apenar, simultaneamente, pessoa jurídica e seus administradores, pela mesma conduta, sem que haja disposição normativa impondo responsabilidade individual a ambos).*”

PAS CVM nº 28/2005 – julgado em 03.07.2007: “*Há, ainda, dois fundamentos para se decidir pela absolvição de Luiz Antonio de Sampaio Campos, sócio-gerente da River Clever. Em primeiro lugar, ele poderia também ser absolvido porque a acusação não descreve sua conduta e, como se sabe e já disse o Colegiado diversas vezes, desde, ao menos, meados da década de 80, não há responsabilização objetiva perante a CVM.*”

Como se verifica, existem na Acusação determinadas presunções que simplesmente não são plausíveis.

A propósito, a Corretora observa que possui um sistema de fiscalização e controle eficaz, aliando aos mecanismos de controle de operações em si, a preparação e orientação de seus operadores, realizando com frequência eventos educativos, nos quais eram apresentadas as normas de conduta que deveriam ser observadas pelos operadores e orientava-se os operadores a respeito das irregularidades no mercado de capitais, com o fito de evitar sua ocorrência.

Dentre outros, mencionamos a Cartilha de Manipulação de Mercado, que foi circulada pela Corretora aos seus Operadores (“Anexo 3”); a Cartilha com instruções para segurança no atendimento dos clientes (“Anexo 4”); palestra sobre *insider trading* organizada pela corretora em seu auditório com o auxílio de um renomado escritório de advocacia internacional (convite para a palestra circulado à época no “Anexo 5”); Cartilha com orientações para a atuação dos operadores, com as suas responsabilidades, vedações, além de recomendações (“Anexo 6”); Política de Investimentos Pessoais, referente às negociações realizadas pelo operador em nome próprio ou de pessoas vinculadas (apresentação sobre a Política de Investimentos Pessoais referente ao ano de 2015 constante do “Anexo 7”); treinamento de gestão de risco e *suitability* oferecido aos operadores (apresentação utilizada no treinamento constante do “Anexo 8”).

Todas essas medidas educativas que a Corretora promovia e promove visam justamente a evitar que os Operadores, por culpa ou dolo, incorram em práticas vedadas.

Apesar disso, é certo que nem todas as eventuais irregularidades que possam vir a ocorrer por meio da Corretora serão identificadas, independentemente do quão robusto e eficaz forem os sistemas de controle adotados.

A Comissão de Valores Mobiliários já se manifestou, em mais de uma oportunidade, no sentido de que, havendo a adoção de medidas e mecanismos de controle e fiscalização visando a assegurar o cumprimento das normas impostas à Corretora, não haveria que se falar em responsabilização do respectivo diretor responsável por falha no dever de diligência caso verificada uma falha pontual³. O mesmo raciocínio é válido para a corretora: havendo mecanismos robustos de fiscalização voltados a garantir o regular funcionamento do mercado, não é possível atribuir responsabilidade no âmbito do direito sancionador à Corretora objetivamente por toda e qualquer falha, sob pena de caracterizar a responsabilidade objetiva.

Não havendo qualquer prova de que a Corretora foi conivente com a prática do ato alegadamente irregular, que negligenciou em descobri-lo ou que seus sistemas de controles internos seriam falhos e, ainda, que justamente em razão de uma dessas condutas da Corretora é que teria sido praticada a irregularidade, não se pode pretender imputar objetivamente à Corretora a responsabilidade por tal potencial ilícito.

Isto posto entendemos não ser possível responsabilizar a Corretora por uma suposta falha em evitar a realização de operações que consistiriam em manipulação de mercado, à luz do que foi trazido nos autos do Processo.

³ PAS CVM nº RJ2005/8510, julgado em 04.04.2007; PAS CVM nº RJ2010/13301, julgado em 23.10.2012; e PAS CVM nº 08/2004, julgado em 06.12.2012

Em relação à suposta prática de *front running* pelo Operador, a Acusação igualmente se baseia em ilações e suposições. Em seu entender, a Corretora deveria ser responsabilizada pois, em virtude de uma interpretação equivocada da regra, ela não teria atuado para evitar as operações ainda que delas tivesse ciência.

A Acusação baseou-se, assim, na premissa de que, ainda que a Corretora tivesse identificado a irregularidade, não teria atuado para inibir a sua prática. No entanto, não há no Termo de Acusação qualquer evidência de que, em abstrato, caso a Corretora viesse a identificar a irregularidade, não atuaria para impedi-la.

A investigação realizada pela área de *Supervisão* baseou-se na análise técnica (matemática e gráfica) das operações e do conhecimento público da informação a respeito do Programa de Recompra da [REDACTED].

Como mencionado, tal constatação em absolutamente nada representa entendimento equivocado da Corretora a respeito do que caracteriza uma prática como não-equitativa. O que se afirmou foi apenas que não havia indícios da existência de *front running* naquele caso. Se houve tal prática, não quer dizer que a Corretora seja condescendente com ela, ou que tenha negligenciado frente a elas.

É razoável apenas uma corretora a partir de uma suposição no sentido de que, caso ela tivesse conhecimento dos fatos, teria deixado de atuar para evitá-los? Não há qualquer passagem do Termo de Acusação que indique que a Corretora tinha ciência dos fatos no período em que ocorreram. Igualmente, não há qualquer trecho do Termo de Acusação que indique serem os sistemas de controle da Corretora falhos, os quais, inclusive, já se demonstrou serem eficazes. Em nenhum momento no Processo ficou demonstrado que tal prática somente foi possível em virtude de negligência da parte da Corretora.

Os fundamentos que permitem à Acusação concluir que por não ter encontrado indícios de ilícitos, a Corretora teria entendido que as operações seriam regulares, não são indicados no Termo de Acusação. Aparentemente, trata-se exclusivamente de tentativa de responsabilização objetiva da Corretora pelos atos praticados por pessoa a ela vinculada, baseado no fato de que a Corretora não teria identificado a irregularidade.

Finalmente, a Acusação em momento algum leva em conta que as operações ocorreram em quatro pregões apenas e não representaram valores expressivos se comparados aos valores diariamente movimentados pela Corretora.

Sendo certo que se trata de uma falha absolutamente pontual no sistema de fiscalização não há que se falar em falta de dever de diligência.

A esse respeito, em precedente recentemente apreciado pela CVM, o Colegiado manifestou que para a responsabilização da Corretora, é necessário demonstrar que o ato irregular não consistiu em ato isolado **ou que o ambiente da instituição viabilizou ou permitiu o ilícito.** Não tendo sido apresentadas provas nesse sentido e tendo a acusação se baseado precipuamente no vínculo do operador com a corretora, o Presidente Leonardo Pereira entendeu na ocasião que não seria razoável atribuir à corretora responsabilidade objetiva pela infração. No mesmo sentido foi o voto do Relator, Diretor Pablo Renteria.⁴

O presente caso tem características similares ao precedente, tendo em vista que aqui também a acusação à Corretora é baseada precipuamente no vínculo do operador com a Corretora, não tendo entretanto sido demonstrado que os controles internos eram insuficientes ou criaram um ambiente propício à prática de irregularidades.

Os argumentos que impõem a absolvição do Diretor seguem a mesma linha dos argumentos apresentados em nome da Corretora.

O próprio Termo de Acusação discrimina as funções do Diretor Responsável: desenvolver e implementar (a) regras adequadas e eficazes da Corretora para o cumprimento do disposto na ICVM 505 e (b) procedimentos e controles internos da Corretora com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia dessas regras.

Uma vez cumpridas adequadamente tais funções, não há que se falar em responsabilidade do Diretor por conta de atos irregulares praticados pelos operadores vinculados à Corretora.

Como referido, a CVM já reconheceu que, quando implementados mecanismos adequados de fiscalização, não caberia responsabilizar o Diretor por falhas ocorridas a despeito de sua atuação.

Nesse sentido, o Colegiado da CVM decidiu que: “[a] *responsabilização dos centros de imputação muitas vezes prescinde da individualização específica da conduta. Essa estratégia, porém, está longe do instituto da responsabilidade objetiva, em que a avaliação da culpa ou do dolo do indivíduo é dispensável. O diretor responsável sempre pode comprovar que promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos foram*

⁴ PAS CVM nº RJ2014/12921, julgado em 10.02.2017

satisfatoriamente implementados e o diretor provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade do diretor.”⁵

Em momento algum o Diretor foi negligente em cumprir suas funções. Em momento algum a Acusação afirma ou comprova uma eventual negligência.

Responsabilizar o Diretor que cumpria de forma adequada suas funções pelo simples fato de que pode ter havido uma falha pontual no sistema de controles adotados é, novamente, uma tentativa de imputar uma responsabilidade objetiva ao Diretor, o que é inadmissível no âmbito de um procedimento sancionador.

Para que se fizesse possível a responsabilização do Diretor, era imperativo que a Acusação demonstrasse que este falhou em promover a adoção de mecanismos eficazes de *Supervisão* e garantir o bom funcionamento desses mecanismos. Isso, em momento algum, é demonstrado no Termo de Acusação.

V. CONCLUSÃO

Não existindo provas de conivência ou negligência da Corretora e seu Diretor que tenham corroborado com a prática dos alegados atos irregulares pelo Operador, e inexistindo qualquer questionamento a respeito da adequação e suficiência dos mecanismos de fiscalização então adotados pela Corretora, os quais demonstramos serem suficientemente robustos, não há que se falar em falha no dever de diligência e falha em promover o regular e íntegro funcionamento do mercado.

A responsabilização dos Acusados por eventual fato do Operador importa verdadeira atribuição de responsabilidade objetiva, o que não se admite no direito sancionador, de qualquer natureza, no ordenamento jurídico pátrio.

Por todo o exposto na presente Defesa, entendemos ter restado demonstrado a ausência de responsabilidade dos Defendentes pelas supostas infrações pontadas pela Acusação, impondo-se a absolvição de ambos.

VI. TERMO DE COMPROMISSO

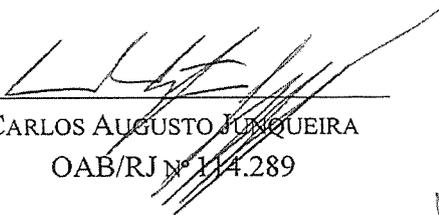
Não obstante todas as considerações acima, tendo em vista (i) os danos à imagem decorrentes da simples existência do Processo contra os Defendentes; (ii) os inúmeros inconvenientes práticos decorrentes da existência do Processo; (iii) os custos diretos e

⁵ PAS CVM nº 08/2004, julgado em 06.12.12.

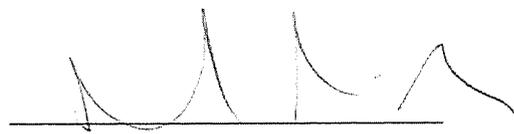
indiretos relacionados à defesa e existência do Processo, os Defendentes manifestam a intenção de apresentar proposta de Termo de Compromisso, com base no artigo 36 do Regulamento Processual da BSM.

Rio de Janeiro, 10 de abril de 2017

Nestes Termos
Pedem Deferimento,


CARLOS AUGUSTO JUNQUEIRA
OAB/RJ Nº 114.289


FERNANDA MONTORFANO GIBSON
OAB/RJ Nº 140.744


MICHEL MANCINI BTECHS
OAB/RJ Nº 167.027

BSM-0833/2017



EXMOS. SRS. MEMBROS DO CONSELHO DE SUPERVISÃO DA BM&FBOVESPA
SUPERVISÃO DE MERCADOS – BSM

18-01 18/04/2017 087026 BSM/DAK

Ref.: Processo Administrativo nº 46/2016

MAURÍCIO SANCHES DE LIMA SILVA, [REDACTED], portador da carteira de identidade RG nº [REDACTED] inscrito no CPF/MF sob o nº [REDACTED], domiciliado Cidade e Estado de [REDACTED] (“Maurício” ou “Defendente”), vem, por meio desta, apresentar sua DEFESA em relação ao Termo de Acusação no âmbito do Processo Administrativo Ordinário nº 46/2016 (“Processo 46/2016”) relativo a operações cursadas na BM&FBOVESPA em dezembro de 2014.

I.

TEMPESTIVIDADE

O Defendente recebeu a intimação para apresentar a presente defesa em 16 de março de 2017. O Prazo para apresentação de defesa é de 30 dias, e se encerraria, portanto, em 15 de abril de 2017. Considerando que tal data corresponde a um sábado, o prazo se encerra no dia útil seguinte, 17 de abril de 2017. Dessa forma, resta comprovada a tempestividade da presente.

II.

SUSPOSTAS INFRAÇÕES COMETIDAS

O Processo 46/2016 tem por objeto a apuração de irregularidades em operações realizadas com ações de emissão da [REDACTED] em 23, 26, 29 e 30 de dezembro de 2014, em nome da própria [REDACTED] e, ainda, em nome do [REDACTED], por meio da Bradesco S.A. CTVM ("Corretora").

De acordo com o Termo de Acusação, as operações realizadas em nome da [REDACTED] teriam sido realizadas com intuito de manipular o preço das ações da companhia, em infração ao disposto no inciso I, definido pelo inciso II, "b", da Instrução CVM nº 08/79, enquanto as operações em nome do [REDACTED] teriam sido realizadas mediante o uso de práticas não equitativas, em violação ao disposto no inciso I, definido pelo inciso II, "d", da Instrução CVM nº 08/79.

III.

NÃO CARACTERIZAÇÃO DE MANIPULAÇÃO DE PREÇOS

A prática de manipulação de preços está definida pela Instrução CVM nº 08/79. Consoante o disposto no item II, "b" da referida Instrução, caracteriza manipulação de preços a *"utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda".*

Conforme a doutrina especializada¹, do texto normativo extraem-se os seguintes elementos caracterizadores do tipo administrativo, sem os quais não haverá tipicidade:

- (a) Utilização de processo ou artifício;
- (b) Destinado a promover cotações falsas ou enganosas;
- (c) Induzindo terceiros a comprar ou vender os valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas;
- (d) Estando presente o intuito de alterar as cotações, ou seja, o dolo específico, a vontade de induzir terceiros a negociar com base nas cotações falsas.

Inexistindo a intenção ou indução de terceiros a negociar com valores mobiliários cujas cotações tenham sido artificialmente criadas, não está caracterizada a manipulação de preços. Nesse sentido, observa-se que a finalidade maior da manipulação de preços é induzir terceiros a adquirir ou alienar os valores mobiliários sobrevalorizados ou subavaliados².

Normas sancionadoras, ainda que no âmbito do direito administrativo sancionador, como o caso das normas extraídas da Instrução CVM nº 08/79, devem ser objeto de interpretação estrita, seguindo o princípio oponível às normas penais. A interpretação deve, pois, extrair precisamente o que o texto exprime, isto é, tudo o que nele se compreende, nada mais e nada menos.³

¹ - EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 550.

² - SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais – Regime Sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 118.

³ - MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e Aplicação do direito**. 18ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 1998, p. 324.



Isto posto, não seria plausível tipificar uma conduta como manipulação de mercado quando ausente um dos seus requisitos fundamentais, o qual é facilmente extraível do texto regulamentar.

No presente caso, não ficou demonstrada qualquer intenção ou interesse em induzir terceiros a negociarem com preço artificial. Não há, no Termo de Acusação, qualquer passagem que permita concluir ter o Defendente atuado de forma a instigar ou induzir terceiros a negociarem com ações da [REDACTED] a um preço que não refletisse a real condição do mercado.

É certo que, por meio das aquisições no âmbito do Programa de Recompra aprovado, a quantidade de ações de emissão da companhia em circulação seria reduzida, o que acabaria naturalmente por pressionar o preço das ações a subirem. Trata-se de um movimento natural: restringindo-se a oferta, a tendência é que o preço aumente. Assim, não houve tentativa de promover uma precificação artificial das ações da companhia para que terceiros negociassem com base em tal cotação artificial.

Não se pode confundir com manipulação de preço o efeito que naturalmente decorre de determinada operação em bolsa, sujeita a intervenção de terceiros.

Inclusive, a cotação atingida pelas ações de emissão da [REDACTED] manteve-se no mesmo patamar durante praticamente todo o segundo semestre de 2014, com pequenas oscilações. Não havia, pois, nenhuma artificialidade no preço.

Ao analisar o entendimento da CVM acerca das condutas enquadradas como manipulação de preços, é possível identificar que as operações enquadradas nesse tipo costumam apresentar finalidade diversa da efetiva aquisição dos valores mobiliários.

A respeito, como exemplos de operações enquadradas pela CVM como manipulação de preços verificamos aquelas nas quais um agente deseja adquirir uma

grande quantidade de ações, mas, para manter o preço estável durante as aquisições, tal agente intercala as suas compras em blocos com outras ordens de venda em volumes e preços inferiores ao então padrão de mercado, com o objetivo de desvalorizar a cotação do ativo.

Outro exemplo de operação enquadrada pela CVM no tipo manipulação de mercado ocorreu quando um agente de mercado insinuou um movimento em um sentido específico, seja adquirindo ou alienando uma grande quantidade de ativos, mas, quando do correspondente reflexo pelo mercado nos padrões de negociação do ativo, tal agente cancelou as ordens previamente estabelecidas, alterando radicalmente a sua posição, passando a atuar na ponta oposta.⁴

Esses exemplos foram considerados pela CVM hipóteses de manipulação de preços, eis que presente a intenção de induzir o terceiro a negociar ações a um preço que não reflete a realidade. O caso ora em análise, por outro lado, não apresenta tal aspecto, não devendo ser enquadrado como manipulação de preços.

Esse é o entendimento do Colegiado da CVM. No âmbito do PAS CVM nº RJ2005/7389, julgado em 10 de outubro de 2006, o Presidente e Relator do caso teceu as seguintes observações em seu voto, que foi acompanhado pela unanimidade dos membros do Colegiado:

“Segundo a acusação, as corretoras, como intermediárias e contrapartes, e seus clientes, como contrapartes, negociaram pequenas quantidades de ações de certas companhias de baixa liquidez, no SOMA, visando a aumentar paulatinamente sua cotação.

A conduta descrita na Instrução 08/79, para o ilícito de manipulação, é a de ‘utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda’.

⁴ Por exemplo, vide PAS CVM nº RJ2012/9808, julgado em 18 de dezembro de 2015; e PAS CVM nº 04/07, julgado em 09 de novembro de 2010.



Como se vê, a indução de terceiros à compra ou a venda de determinados valores mobiliários integra a conduta punível enunciada pela Instrução 08/79. E me parece que a acusação, quanto a muitas das condutas que descreve, não se preocupou em identificar essa finalidade de induzir alguém a comprar ou vender valores mobiliários por preços indevidos."

Mais adiante, ao apreciar as acusações em relação a um dos acusados, votou pela sua absolvição com base no seguinte raciocínio:

"trajetória de preço das ações, a atuação concentrada da Atrium e a coincidência nas quantidades e dias em que houve negócios são indícios de funcionamento artificial do mercado. Entretanto, tais indícios não bastam para a caracterização, no caso das ações da Buettner, do ilícito de manipulação, pois, para que fossem confirmados, seria necessário demonstrar quem teria sido induzido a comprar ações a um preço artificial e, no caso concreto, duas falhas da acusação impedem que se o faça.

(...)

Na ausência dessas duas provas, não vejo como apenar os indiciados, porque não me parece que tenha sido demonstrada a indução de terceiros à compra ou a venda de determinados valores mobiliários por preço artificialmente gerado, ou manipulado, que, como visto, integra a conduta punível enunciada pela Instrução 08/79."

Portanto, ausente qualquer comprovação de dolo do Acusado em influenciar ou induzir terceiros a negociarem ações da [REDACTED] a preços artificiais, não há que se falar em prática de manipulação de preços.



IV.

NÃO CARACTERIZAÇÃO DE PRÁTICAS NÃO EQUITATIVAS

Operações de *front running* caracterizam-se como operações nas quais um agente do mercado detém o conhecimento prévio de que um determinado investidor irá adquirir uma quantidade relevante de ações emitidas por determinada companhia e se antecipa a ele, adquirindo-as, no intuito de revendê-las a tal investidor por um preço superior⁵.

Nesse sentido, a prática de *front running*, em regra, é caracterizada como prática não equitativa, tendo em vista que o detentor da informação privilegiada, em um primeiro momento, adquire as ações antes do investidor e, logo após, aliena as mesmas ações ao investidor por um preço superior, obtendo uma vantagem indevida.

Contudo, para verificar se as operações se enquadram no tipo práticas não equitativas, conforme prevista na Instrução CVM nº 08/79, não basta que uma operação seja descrita como o que se conhece por *front running*, isto é, uma antecipação por parte de um agente detentor de uma informação a respeito de uma aquisição relevante. Não existe, na regulamentação da CVM, o tipo específico “prática de *front running*”, de modo que, para que a conduta possa ser enquadrada no tipo prática não equitativa, é necessária a verificação de todos os requisitos e pressupostos indicados na norma regulamentar que a define.

Nos termos da alínea “d” do inciso II da Instrução CVM nº 08/79, prática não equitativa é “*aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.*”



⁵ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Ob. Cit. 128.

Logo, verifica-se que um dos pressupostos da prática não equitativa é a existência de uma contraparte que se encontre em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade. Sem a demonstração de tal situação de assimetria, de desequilíbrio entre as partes da operação, não é possível enquadrar uma operação como prática não equitativa.

Esse entendimento já ficou assentado em decisão proferida pelo Colegiado da CVM. No âmbito do PAS CVM nº RJ2012/13605, julgado em 23 de agosto de 2016, o então Diretor-Relator, Pablo Renteria observou que “[d]epreende-se da leitura da letra d do item II da Instrução CVM no 08/1979 que, para sua configuração, a prática não equitativa pressupõe uma ação ou omissão relacionada à negociação de valores mobiliários da qual resulte ou possa resultar para qualquer das partes uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação. (grifo nosso)”

O Diretor Relator observou, ainda, que “[n]a estrutura do tipo administrativo identificam-se uma conduta dolosa e um resultado. Este consiste na vantagem que a indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade proporciona ao agente em detrimento dos demais participantes da operação efetuada no mercado. A conduta, por sua vez, revela-se na prática consciente e deliberadamente conduzida com o fim de alcançar aludido resultado.”

Em outra oportunidade, o Colegiado da CVM determinou a atribuição de nova definição jurídica a fatos apresentados pela acusação em certo Processo Sancionador que enquadrava determinados agentes do mercado como tendo realizado práticas não equitativas. Conforme o Despacho da Diretora Luciana Dias, acompanhado pela unanimidade do Colegiado, na ocasião, este tipo de ilícito pressupõe que uma das partes, em negociações com valores mobiliários, seja colocada em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.⁶

⁶ Despacho proferido em 11 de março de 2014 no âmbito do PAS CVM nº 12/2010.

Naquele caso, os membros do Colegiado da CVM entenderam que não haveria de se falar em prática não equitativa porque os negócios eram pré-acordados entre as partes, ou seja, não havia nenhuma parte em posição de desequilíbrio. A mera existência de prejuízos para uma das partes e vantagens para a outra parte em todas as operações realizadas não era suficiente para caracterizar a prática não equitativa, eis que tais resultados estavam pré-acordados entre as partes. Não restou verificado no precedente, assim, um dos requisitos essenciais do tipo “prática não equitativa”.

No presente caso, também não há que se falar em indevida posição de desvantagem da contraparte. Quando se fala em *front running*, a parte prejudicada é justamente aquela que compra ações daquele que se antecipou a um preço superior ao preço por ele pago. Os fatos ora em análise não tratam disso. Foi a própria [REDACTED] quem estabeleceu o valor das ações nas operações, era ela que desejava alcançar um patamar de valor determinado.

Em momento algum a [REDACTED] ficou em posição de desvantagem ou desequilíbrio decorrente das aquisições realizadas pelo [REDACTED]

Não é possível, pois, tentar revestir como prática não equitativa os fatos descritos no presente processo. Inexistindo desequilíbrio indevido das contrapartes, a transação não pode ser considerada não equitativa.

V.

CONCLUSÃO

Ante o exposto, o Defendente entende que sua conduta não pode ser enquadrada em nenhum dos tipos cominados no Termo de Acusação, pedindo sua absolvição.

Como mencionado ao longo desta Defesa, as normas que impõem sanção devem ser interpretadas de maneira estrita, resguardando a segurança jurídica e em observância ao princípio da tipicidade.





Não obstante, sem prejuízo de tudo quanto fora acima exposto, o acusado não afasta a possibilidade de celebração de termo de compromisso previsto no Regulamento Processual, caso essa D. BSM não se convença, de plano, da procedência das teses defensivas expostas nesta peça.

São Paulo, 12 de abril de 2017.

A handwritten signature in cursive script, reading 'Maurício Sanches de Lima Silva', written over a horizontal line.

MAURÍCIO SANCHES DE LIMA SILVA