

**COLENDO PLENO DO CONSELHO DE SUPERVISÃO DA BM&FBOVESPA –
SUPERVISÃO DE MERCADOS (“BSM”)**

Processo Administrativo nº 37/2016

CLEAR CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. – (“Corretora” ou “Recorrente”), devidamente qualificada nos autos do processo em epígrafe (“PAD”), vêm, por seus advogados abaixo assinados (Doc. 01), apresentar seu **RECURSO** contra a decisão de fls. (“Decisão”), proferida pela Turma do Conselho de Supervisão da BSM na sessão de julgamento realizada em 22/03/2018, pelos fatos e fundamento a seguir expostos (“Recurso”).

I. TEMPESTIVIDADE

1.1 De acordo com o art. 20º, *caput* e § 1º, do Regulamento Processual da BSM, o prazo para apresentação de Recurso é de 15 dias contados da data de intimação dos acusados, podendo ser prorrogado por mais 15 dias mediante pedido fundamentado formulado ao Diretor de Autorregulação da BSM.

1.2 Este Recurso é tempestivo, uma vez que, em resposta ao pedido de prorrogação de prazo formulado pela Recorrente, o Diretor de Autorregulação concedeu, por meio do OF/BSM/SJUR/PAD-0200/2018, concedeu prazo em dobro para apresentação de Recurso, prorrogando-o para o dia 05/07/2018.

II. SÍNTESE DO PROCESSO

2.1 Em síntese, o PAD em epígrafe foi instaurado para apurar a suposta violação, pela Corretora, ao disposto no art. 30 da Instrução CVM nº 505, de 27.09.2011 (“Instrução CVM nº 505/2011”) que determina que “o intermediário deve exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes”.

2.2 A BSM, em seu Termo de Acusação entendeu que a Corretora teria atuado sem a devida diligência e lealdade no final do pregão do dia 09.06.2015, momento em que os sistemas de controle prévio de risco da Corretora supostamente não foram capazes de bloquear parte das ordens enviadas por [REDACTED] (“[REDACTED]” ou “Cliente”) no sistema de negociação da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”).

2.3 Em sede de Defesa à Turma do Conselho de Supervisão, a Recorrente alegou acertadamente que a Acusação não se preocupou em esclarecer que os controles internos da Corretora não funcionaram de forma adequada **apenas naquela oportunidade e exclusivamente em decorrência do volume de ordens enviadas pelo algoritmo programado exclusivamente por [REDACTED], sem qualquer participação da Corretora.**

2.4 Outrossim, não obstante todos os esforços realizados pela Corretora, o problema gerado em seu sistema de risco pré-trading, causado **exclusivamente** pelo algoritmo de [REDACTED], não teria condão para concluir que a Recorrente teria atuado sem a **diligência** e a **lealdade** devidas ao seu Cliente.

2.5 No que diz respeito ao dever de diligência, restou claro que os acontecimentos do pregão do dia 09/06/2015 foram atípicos e não podem servir como parâmetro para se questionar a robustez do parque tecnológico da Corretora, a efetividade dos controles de risco de que ela dispunha e, tampouco, os testes de stress a que esse sistema era submetido.

2.6 Ao contrário: tais eventos foram resultado da atuação inconsequente do Cliente na **parametrização do algoritmo configurado no Metatrader diretamente pelo cliente, por sua conta e risco, que ocasionou um**

bombardeio de ordens que, se tivessem sido executadas, em poucos minutos representariam 2.269,77% da média de Minicontratos WINM15 que a Corretora executava diariamente.

2.7 Quanto ao dever de lealdade a Corretora acertadamente destacou que Acusação ampliou o conceito de dever de lealdade para além dos limites doutrinários e dos precedentes da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"). **A frustração da expectativa do Cliente não decorreu de uma atuação desleal, mas sim de uma atitude inconsequente dele mesmo.**

2.8 Intimada a se manifestar sobre o Parecer da Superintendência Jurídica ("Parecer SJUR"), que opinou sobre a suposta violação acima indicados, apresentou a Corretora tempestivamente sua resposta, refutando-o integralmente, vez que não demonstrada a atuação sem a diligência e a lealdade por parte da Recorrente.

2.9 Em julgamento realizado no dia 22 de março de 2018, a Turma do Conselho de Supervisão da BSM, sob a relatoria do Ilmo. Conselheiro Sérgio Odilon dos Anjos e composta também pelos Ilmos. Conselheiros José David Martins Júnior e Wladimir Castelo Branco Castro decidiu, desconsiderando os argumentos da Recorrente, "pela condenação da Corretora à pena de multa de R\$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais)".

2.10 No entanto, os fundamentos utilizados para tal condenação não merecem prosperar, razão pela qual a Corretora vem apresentar o presente Recurso, pretendendo a reforma integral da decisão de fls., ora recorrida, pelos motivos que passará a expor.

III. RAZÕES DO RECURSO

III.1. O DEVER DE DILIGÊNCIA

3.1 No que se refere ao dever de diligência, a decisão recorrida acatou os argumentos da Acusação, alegando, em resumo, que a Recorrente teria descumprido tal dever em decorrência dos seguintes argumentos levados pelo Ilmo. Relator:

(i) *A conduta diligente no caso concreto seria o controle de riscos pré-operacional do Cliente, impedindo que fossem realizados negócios acima dos limites das garantias aportadas por [REDACTED] na Corretora, independentemente das falhas na parametrização da estratégia algorítmica do Cliente;*

(ii) *A Corretora contratualmente se comprometeu a gerir o risco do Cliente, sem restringir ferramenta, algoritmos ou parametrizações. Mais do que isso, também contratualmente se comprometeu a bloquear a realização de novas operações tão logo atingido o limite estabelecido;*

(iii) (...) *ressalvo que a gestão de risco do Cliente não parece, a mim, tratar-se de uma obrigação de meio. Não basta que a Corretora alegue que tenha atuado com cuidado para que se desincumba das obrigações contratuais assumidas pelo cliente. A Corretora, em casos como esse, só se desonera de suas obrigações contratuais, quando, na prática, faz a gestão de risco compatível com o que ela mesmo oferecia como diferencial para atrair e atender cliente. Isto porque falha na gestão de risco sempre acarretará prejuízos – ainda que potenciais – aos clientes e, até ao mercado dependendo da situação, que ficarão expostos a riscos não desejados e sujeitos a prejuízos desmedidos;*

(iv) *A materialização da quebra do dever de diligência gerou prejuízos ao Cliente, pois causou a realização de operações além do máximo suportado pelas garantias aportadas pelo Cliente;*

(v) (...) *entendo que testes de estresse dos sistemas de riscos e validação ou homologação das estratégias parametrizadas em softwares utilizados pelos clientes são medidas que podem demonstrar a diligência da Corretora para evitar a materialização de falhas nas negociações algorítmicas. (...) parece que ou os testes estresse do sistema de riscos da Clear inexistiam ao tempo dos fatos ou foram insuficientes ou inadequadas para evitar que o controle risco da Clear falhasse.*

3.2 A Recorrente esclarece que, especialmente no que diz respeito aos pontos (i), (ii), (iii) e (iv) acima – relacionados à obrigação do intermediário de estabelecer um sistema de gerenciamento prévio de risco operacional e de assegurar, por meio da realização de testes periódicos, a robustez desses controles – com todo respeito as considerações do Ilmo. Relator, insiste-se que na verdade se está diante de uma obrigação que a doutrina jurídica convencionou chamar de “obrigação de meio”, conforme dito na Defesa. Isso quer dizer que seu cumprimento não é atestado a partir do sucesso do sistema em impedir a materialização de quaisquer ameaças, mas sim a partir da avaliação da razoabilidade e da adequação dos controles implementados.

3.3 Trata-se de um entendimento já assentado nos precedentes da CVM, conforme decisões levadas em sede de resposta ao Parecer SJUR, segundo os quais o parâmetro para a análise da razoabilidade e da adequação dos controles internos reside na sua capacidade de lidar com os desafios que poderiam ser razoavelmente antecipados para as finalidades concretas a que eles se destinam. Disto decorre que, **ainda que se verifique uma falha pontual nesses sistemas, se eles forem razoáveis e adequados para cumprir com as suas finalidades, não há que se falar em responsabilização do participante.**

3.4 Reitera-se nesse momento que a Corretora possuía (e possui) sistemas de gerenciamento prévio de risco das ordens colocadas por seus clientes, inclusive daqueles que operavam por meio da ferramenta *Metatrader*. Todas as ordens enviadas por clientes por meio daquela ferramenta obrigatoriamente passavam pelo sistema de controle de risco da Corretora. Tal sistema (i) é extremamente robustos; (ii) era submetido a testes de stress periódicos; e (iii) passou pelas validações e checagens cabíveis, incluindo as auditorias e testes do Programa de Qualificação Operacional da B3 – PQO, por exemplo.

3.5 Se o sistema de gerenciamento de riscos da Recorrente não teve sucesso em impedir o envio de todas as ordens ao sistema de negociação da B3, isso não quer dizer que tal sistema não era adequado, razoável ou resiliente – mas apenas que ele pode estar, como qualquer sistema de gerenciamento de riscos, sujeito a falhas eventuais.

3.6 Nesse sentido, entende-se que o responsável por implementar procedimentos e controles internos se desincumbe dessa obrigação com a constituição e manutenção (por meio de testes de *stress*, por exemplo) de controles razoáveis e adequados, ainda que tais controles venham a se mostrar potencialmente insuficientes para lidar com todas as hipóteses para as quais foram desenhados. **Em outras palavras, a obrigação de fiscalizar representa, evidentemente, uma obrigação de meio e não de resultado.** Ainda sobre o assunto, vale trazer novamente o trecho do voto vencedor proferido pelo Diretor-relator Otavio Yazbek no PAS CVM nº RJ 24/2006, j. em 18/02/2013:

“Naturalmente, **mesmo controles internos bem constituídos são passíveis de falhas, o que não necessariamente enseja a responsabilização dos administradores. Tudo depende, como se afirmou, de um juízo acerca do quão adequada foi a conformação daqueles controles tendo em vista as necessidades concretas da companhia**” (grifou-se).

3.7 Além dos precedentes em território nacional, é importante ressaltar, que referida decisão está em linha com as soluções adotadas em outras jurisdições. Nesse sentido, ratificamos o trecho transcrito em sede de Defesa, referente ao relatório divulgado pela *Securities and Exchange Commission* norte-americana quando da edição da Rule 15c3-5, que regula as obrigações de manutenção de procedimentos e controles pelos intermediários (*brokers* ou *dealers*) com acesso direto à negociação em mercados organizados¹. Como se verifica na passagem abaixo, as regras norte-americanas também impõem aos intermediários a obrigação de adoção de controles e procedimentos pré-negociação. A regra não determina, contudo, uma solução única para todos os intermediários, permitindo que cada regulado adote ferramentas adequadas, que podem variar, por exemplo, em razão da natureza do serviço prestado ou da base de clientes. **O que se exige é que os sistemas e controles sejam razoavelmente desenhados para lidar com a realidade comercial de cada regulado:**

¹ A regra se aplica tanto a bolsas de valores (*Exchanges*) quanto aos sistemas alternativos de negociação (*Alternative Trading System*) lá existentes.

"Accordingly, Rule 15c3-5 does not employ a 'one-size-fits-all' standard for determining compliance with the rule. For example, a broker-dealer that only handles order flow from retail clients may very well develop different risk management controls and supervisory procedures than a broker-dealer that mostly services order flow from sophisticated high frequency traders."

"Among other things, the controls and procedures must be **reasonably designed** to: (1) prevent the entry of orders that exceed appropriate pre-set credit or capital thresholds in the aggregate for each customer and the broker-dealer, and where appropriate more finely-tuned by sector, security, or otherwise, by rejecting orders if such orders exceed the applicable credit or capital thresholds; and (2) prevent the entry of erroneous orders, by rejecting orders that exceed appropriate price or size parameters, on an order-by-order basis or over a short period of time, or that indicate duplicative orders."² (grifos nossos).

3.8 Vale destacar e enfatizar que a Recorrente não nega que seu sistema de gerenciamento prévio de risco enfrentou um problema pontual, diretamente relacionado a uma situação extrema. Ela discorda, porém, veementemente, do quanto alegado no voto do Ilmo. Relator de que esta falha momentânea equivale a uma violação do seu dever de diligência – seja por conta da robustez tecnológica do seu sistema de gerenciamento prévio de risco, seja porque os referidos sistemas foram devidamente testados, como se ratificará a seguir.

3.9 Já no que diz respeito ao item (v) das argumentações resumidas do Ilmo. Relator, entende-se que em sua decisão, os testes de estresse de riscos realizados pela Recorrente e devidamente demonstrados em sede de Defesa não foram levados em conta já que o Ilmo. Relator entendeu que "os testes estresse do sistema de riscos da Clear inexistiam ao tempo dos fatos ou foram insuficientes ou inadequadas para evitar que o controle risco da Clear falhasse".

² Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/final/2010/34-63241.pdf>. Último acesso em 01.07.2018.

3.10 Ao contrário do que é afirmado na Decisão, bem como no Parecer SJUR, **o sistema de gerenciamento prévio de risco da Corretora foi submetido regularmente a testes de stress pela área de qualidade da Corretora, em conjunto com a área de risco**, as quais, supervisionadas pela diretoria, eram responsáveis pela definição dos parâmetros utilizados, dos cenários cobertos pelos testes, pela execução dos referidos testes, e pela validação de seus resultados.

3.11 Ou seja, **testes existiam constantemente na Corretora e tinham parâmetros pré-definidos, entretanto foram desconsiderados na análise do mérito da decisão recorrida**. Vale a pena ratificar, portanto, que dentre os parâmetros utilizados para a configuração daqueles testes estavam a quantidade de clientes usuários simultâneos, a quantidade de ordens enviadas, o nível de concorrência entre as ordens, o período de execução das ações e das ordens dos usuários, a quantidade de repetições dos testes, entre outros. Os cenários de testes, por sua vez, eram definidos com base nos comportamentos mais frequentes de clientes usuários no último mês como, por exemplo, envio de ordens, alocação de garantias, *login/logout*, consulta de saldos, etc. Sempre foi dada prioridade aos cenários mais críticos, os quais eram executados repetidamente em cada teste.

3.12 Nesses casos – em que o número de repetições e o volume simulado se mostravam relevantes – a Recorrente utilizava ferramentas próprias para a realização de tais testes, conforme amplamente demonstrado nos documentos levados em sede de resposta ao Parecer SJUR, porém desconsiderados e não citados na decisão recorrida. O objetivo de tais ferramentas era simular um ambiente ainda mais próximo do real, com efetiva concorrência entre requisições.

3.13 Naquela oportunidade, foi citada inclusive principais ferramentas utilizadas na realização daqueles testes automatizados, que possuíam as seguintes funcionalidades:

- (i) **Qa. Benchmarks**: ferramenta desenvolvida pela Recorrente que simula o envio de ordens disparadas por plataformas externas, como o *Metatrader*, utilizando um algoritmo de disparo de ordens de compra e de venda – vale notar novamente que, à época dos fatos, o sistema era parametrizado de tal

modo que as simulações de “envio de ordens por segundo” não estavam sujeitas a qualquer limite numérico para o envio daquelas ordens. Seu objetivo era testar se o sistema se manteria funcionando de forma coerente mesmo quando estivesse executando ordens de forma simultânea. Os testes executados por meio desta ferramenta eram realizados diariamente; e

(ii) **Apache JMeter**: ferramenta “open source” utilizada para recriar os cenários de acordo com os parâmetros definidos, simulando a utilização da plataforma pelos clientes. De acordo com o site jmeter.apache.org, o sistema pode ser utilizado para “simular uma carga pesada em um servidor, grupo de servidores, rede ou objeto com o propósito de avaliar sua resiliência ou analisar o desempenho geral sob diferentes tipos de cargas”. Os testes executados por meio desta ferramenta eram realizados diariamente.

3.14 Como se vê da descrição acima, **a Recorrente não só possuía uma rotina de testes, como muitos deles testavam a resiliência do sistema para lidar com falhas ligadas à sobrecarga de ordens.** Embora tais testes foram amplamente discutidos em sede de Defesa ao PAD em referência, bem como nos documentos da resposta ao Parecer SJUR, as argumentações não foram levadas em conta no momento da condenação da Recorrente, sendo que suas expectativas com relação a análise dos testes ficaram reduzidas a argumentação do Ilmo. Relator, que entendeu no sentido de que os testes estresse do sistema de riscos da Clear inexistiam ao tempo dos fatos, porte este motivo, faz-se necessária a reanálise dos documentos em sede recursal.

3.15 Por fim, o que queremos demonstrar aqui **é que o sistema de risco da Corretora apenas falhou no final do referido pregão porque ele foi bombardeado com uma quantidade sem precedentes de ordens.** Para se ter ideia da dimensão da pressão que o sistema da Corretora sofreu naquele pregão, é importante trazer novamente a média de ordens e negócios executados pela Corretora à época em que ocorreu o problema no sistema, problema que, de acordo com a Decisão, caracterizou a quebra dos deveres da Corretora.

Data	Núm. de ordens no dia	Núm. de contratos no dia
01.06.2015	21.313	71.248
02.06.2015	20.626	60.823
03.06.2015	22.588	67.300
05.06.2015	17.681	46.277
09.06.2015	20.338	71.915
10.06.2015	18.776	53.247
Média	20.200	61.802

3.16 A comparação entre as médias operadas pela Corretora à época e o volume de ordens enviadas por [REDACTED] demonstram, de forma clara, que o sistema da Corretora era resiliente e adequado, e que a falha apontada pela Decisão decorreu do fato de que os sistemas de risco foram submetidos a uma situação de estresse **absolutamente atípica**, de uma intensidade que não poderia ser razoavelmente antecipada.

3.17 Portanto, é preciso que se entenda que o evento foi tão inesperado e tão incomum que a Corretora não poderia ter antecipado que teria que lidar com este tipo de situação, quer para fins de constituição de um sistema de controle interno capaz de responder a essa quantidade de ofertas, quer para a submissão dos controles internos já existentes a esse tipo de testes de stress, o que não foi devidamente analisado no momento da Decisão ora recorrida.

III.2. O DEVER DE LEALDADE

3.18 No tocante ao dever de lealdade, a decisão recorrida novamente acatou os argumentos da Acusação, em resumo, com base nos seguintes fundamentos levados pelos Ilmo. Relator:

(i) *No caso concreto, o comportamento leal esperado era simples e objetivo, correspondia ao cumprimento pela Clear de suas próprias regras, para rejeitar ofertas acima das garantias previamente aportadas por [REDACTED];*

(ii) *A quebra do dever de lealdade se materializou no prejuízo de R\$ 489.875,13 ao Cliente, além de sua inscrição pela Clear no rol de inadimplentes da B3, que o impediu de continuar negociando;*

(iii) *(...) concluo pelo descumprimento do dever de lealdade, pela Defendente, que deixou de cumprir as suas próprias regras e frustrou a expectativa contratual criada no Cliente, que deve ser tutelada pelo artigo 30 da ICVM 505.*

3.19 Com todo respeito ao entendimento do Ilmo. Relator, mas o entendimento do Recorrente é contrário, vez que o dever de lealdade não se restringe ao cumprimento ou não de suas próprias regras e políticas internas, mas de fato a todos os atos "anteriormente à conclusão do contrato, durante a vigência dele ou até após a sua extinção", conforme palavras de Jorge Cesar Ferreira da Silva, citado na decisão recorrida.

3.20 Ou seja, assim como citado na Defesa, o dever de lealdade é, assim como o dever de diligência, um dever fiduciário, que nasce dos problemas decorrentes da separação entre a pessoa do principal-beneficiário e do agente, e reside justamente em motivar o agente a agir em benefício do principal e não em seu próprio interesse. Em síntese, o dever de lealdade requer do agente uma conduta de boa-fé e sempre no melhor interesse do principal, não simplesmente do cumprimento de sua política interna de Risco.

3.21 No caso em discussão, a Decisão recorrida entende que a Corretora teria descumprido seu dever de lealdade por ter quebrado a expectativa de [REDACTED] de que não seriam realizados negócios acima de seu limite operacional ao ter permitido a execução de operações acima desse limite.

3.22 Dessa forma, ratifica-se que não se questiona aqui que o Cliente tenha e deva ter uma expectativa de que os sistemas de sua corretora irão funcionar adequadamente, inclusive filtrando ordens que eventualmente excedam o seu limite operacional. De fato, essa é a expectativa de qualquer pessoa que celebra um contrato de que a outra parte irá cumprir com os compromissos assumidos naquele instrumento. **Contudo, a frustração dessa expectativa não deve conduzir automaticamente à conclusão de que a corretora tenha agido de forma desleal com o cliente, especialmente em situações em que o problema decorre da atuação do próprio cliente.**

3.23 Devemos ser claros na análise da discussão, [REDACTED] é um investidor declaradamente de perfil arrojado, disposto a assumir maiores riscos em busca de retornos expressivos. Foi com este intuito que ele decidiu calibrar o *Metatrader* e parametrizar o seu sistema de envio de ordens, passando a operar segundo suas próprias estratégias, logo, a atuação da corretora não deve seguir como um seguro para todas as situações de falhas do cliente.

3.24 Conforme informado na Defesa inicial, veja que a decisão de calibrar o *Metatrader* foi absolutamente negligente e imprudente – basta verificar que a parametrização foi realizada com a ajuda de um site gratuito da *internet*, sem o auxílio ou a supervisão de qualquer profissional adequado. O Cliente sequer se preocupou com os prejuízos que poderia sofrer ou com os danos que poderia causar para o próprio mercado caso algo desse errado. Os resultados de sua imprudência tornaram-se evidentes na parte final do pregão do dia 09.06.2015, quando o seu *Metatrader* passou a disparar centenas de ordens até colocar em xeque o sistema de risco da Corretora.

3.25 Além disso, com todo respeito ao entendimento do Ilmo. Relator e dos votos dos Conselheiros da Turma julgadora, mas a decisão recorrida não guarda semelhança com a forma como a lealdade vem sendo tratada na doutrina e nos precedentes da CVM, porque, em resumo:

- a) o dever de lealdade pode ser resumido como o dever de sempre agir no melhor interesse do principal-beneficiário e não no seu próprio interesse;

- b) ao explicar o conteúdo do dever de lealdade no contexto das companhias abertas, conforme amplamente citado na Defesa, a CVM já mais de uma vez **(i)** referiu que esse dever "*baseia-se no caráter fiduciário das atribuições dos administradores, sendo-lhes vedado buscar os seus interesses pessoais ou de terceiros, em detrimento dos interesses da companhia e de seus acionistas*"; e **(ii)** diferenciou a aplicação do dever de lealdade da aplicação do dever de diligência a partir do interesse do agente na decisão;
- c) nos casos decididos pela CVM em que se discutiu a quebra do dever de lealdade por instituições intermediárias ou por outros participantes do mercado, a autarquia concluiu que haveria quebra deste dever se as instituições tivessem colocado os seus próprios interesses financeiros (ou interesses financeiros de terceiros), de forma **consciente e voluntária**, à frente dos interesses de seus clientes (ou, no caso de fundos de investimento, dos cotistas daquele fundo). A análise desses mesmos casos leva à conclusão de que, em se tratando de infrações omissivas, como a que se discute no presente processo, é preciso que o acusado tenha incorrido em uma **omissão voluntária** no sentido de beneficiar-se, prejudicando aquele que deveria ser o principal beneficiário;
- d) a decisão de que a Recorrente teria descumprido o seu dever de lealdade por ter violado uma vaga expectativa do Cliente sobre o funcionamento de seus sistemas expande indevidamente a definição daquele dever e o aproxima da acusação do dever de diligência, que se aplica quando o intermediário age de forma desinteressada, e de outras figuras com as quais ele não se confunde, como é o caso da boa-fé objetiva e;
- e) **a atuação da Corretora, no caso concreto, está muito distante de uma atuação contrária ao interesse do Cliente.**

3.26 Como se viu acima e durante a Defesa, a possibilidade de os clientes acessarem diretamente o mercado, embora tenha gerado muitas mudanças, não alterou a responsabilidade de fundo dos intermediários. É importante ratificar,

contudo, que a responsabilidade da corretora não pode ser construída em termos tão amplos que acabe por resultar, na prática, **em um regime que consagre a irresponsabilidade dos comitentes com acesso direto aos sistemas de negociação, permitindo que eles assumam quaisquer riscos, sem se preocupar com as consequências de suas ações.**

3.27 Por fim, ratifica-se que a Corretora tem completa ciência de que é seu dever monitorar as operações de seus clientes e de que é legítima a expectativa de que seus sistemas impeçam a realização de operações acima do limite operacional calculado para cada cliente. Mas, assim como visto acima sob a perspectiva do dever de diligência, essa é uma expectativa factível para clientes que operam em bases normais, de forma consciente e cautelosa, segundo o seu perfil de investimento (ainda que este seja agressivo, como o de [REDACTED] e que o cliente opere por meio de ferramentas de DMA). Os sistemas dos intermediários existem justamente para gerenciar o risco desse tipo de operação e, por isso, é absolutamente justificável a expectativa de que esses sistemas funcionem adequadamente.

3.28 No entanto, conforme bem afirmado na Defesa anterior e ratifica-se nesse momento, os sistemas dos intermediários não foram criados para atribuir às corretoras toda a responsabilidade pelo controle de riscos de seus clientes e por este aspecto, deve ser revista a r. Decisão.

III.3. O RISCO DO PRECEDENTE NA DECISÃO RECORRIDA

3.29 Conforme se verifica da Decisão recorrida, o entendimento do Ilmo. Relator **inova** na forma que entende que os sistemas dos intermediários foram criados para atribuir às corretoras toda a responsabilidade pelo controle de riscos de seus clientes, não podendo, em qualquer hipótese falhar, sob de pena de infração ao Art. 30 da Instrução CVM nº 505/2011, o que, com todo respeito, é um absurdo.

3.30 Entretanto, não só não é exigível na forma da regulamentação que tais sistemas deem conta de situações anormais e atípicas em relação à realidade de seus negócios, como imaginar que os intermediários teriam essa responsabilidade, como inova a decisão recorrida, **acaba criando um estímulo perverso para que os**

clientes insiram ordens de forma inconsequente, sem qualquer tipo de responsabilidade.

3.31 Outro efeito maléfico de referida interpretação seria o desestímulo para as corretoras continuarem inovando e oferecendo produtos cada vez melhores e diferenciados – tal como a plataforma *MetaTrader* - aos seus clientes, visto que, qualquer falha, ainda que em condições atípicas, sem qualquer participação da corretora e com contribuição direta do cliente, passaria a ser de responsabilidade exclusiva das corretoras.

3.32 É certo que a expectativa dos clientes sobre o funcionamento adequado dos sistemas do intermediário deve ser protegida. Mas daí a se considerar a falha em um daqueles sistemas (ainda mais quando tal falha foi causada, a rigor, por ato exclusivo do próprio cliente) como uma traição ao próprio cliente (um descumprimento do dever de diligência e lealdade devido em relação a ele), há um passo muito grande. Sobretudo porque não se procurou, nem obteve nenhum tipo de benefício, e não se incorreu em nenhum tipo de abuso em relação à posição daquele.

3.33 A postura de tentar acreditar que o cliente é um "pobre coitado" e não possui discernimento para diferenciar o certo do errado, ainda mais em se tratando de pessoa experiente, *trader* e acostumado a utilizar plataformas complexas com algoritmos (*MetaTrader*), pode gerar insegurança jurídica para o mercado de capitais e não contribui em nada para sua evolução, sendo um verdadeiro atraso para o país.

3.34 **O risco no precedente aqui é de dar certeza a todos os clientes dos intermediários que, independente do contrato de intermediação assinado com as Corretoras, alegando que tem ciência dos seus deveres e obrigações quando em atuação nos mercados administrados pela B3, poderão atuar de forma indiscriminada, vez que os intermediários serão responsabilizados por qualquer falha ocorrida, mesmo quando em decorrência de ato unilateral do Cliente.**

3.35 Com isso, confiando na decisão do Pleno do Conselho de Supervisão, pede-se que seja revista a Decisão recorrida.

III.4. AS ATENUANTES NA DOSIMETRIA DA PENA EM DESCOMPASSO COM A MULTA APLICADA

3.36 Sem prejuízo das pretensões fundamentadas nos itens anteriores, faz-se necessária a análise da dosimetria da pena do r. Julgado, vez que levantadas diversas atenuantes, entretanto, ainda assim, manteve-se uma penalidade vultuosa, totalizando o valor de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais), o que, em adição ao valor de R\$ 488.369,00 (quatrocentos e oitenta e oito mil e trezentos e sessenta e nove reais) perdido pelo Cliente **(e que foi integralmente pago pela Corretora)**, totaliza uma perda total para a Recorrente do **vultuoso valor de R\$ 738.369,00 (setecentos e trinta e oito mil, trezentos e sessenta e nove reais)**, em total descompasso com os precedentes da própria BSM.

3.37 Ao fundamentar a aplicação da penalidade de vultuoso valor, o Ilmo. Relator levou em conta as seguintes circunstâncias atenuantes: **a) o reconhecimento, pela Recorrente, da falha ocorrida em 09/06/2015; b) a ausência de intenção de prejudicar [REDACTED]; c) a melhora dos sistemas e controles de riscos da Corretora, após a falha ocorrida em 09/06/2015 e; d) a ausência de histórico de condenações da Recorrente em procedimento administrativos no âmbito da BSM e da CVM.**

3.38 Ou seja, na r. Decisão cita-se a condenação da Corretora por infração ao Art. 30 da Instrução CVM 505/2011, considerada infração grave para efeito do disposto no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976 ("Lei nº 6.385/76"), entretanto o Ilmo. Relator informa a consideração de 4 (quatro) circunstâncias atenuantes, sendo todas de alto valor na consideração da dosimetria da pena, todavia, não parecem ter levado à efeito no valor aplicado na multa.

3.39 Além disso, conforme se verifica dos recentes julgados, esse não é o precedente da própria BSM para fins de dosimetria da pena. No recente julgamento do Processo Administrativo Ordinário n.º 5/2015 ("PAD 05/2015") o Conselheiro

Relator Sr. José David Martins Junior, acompanhado dos demais conselheiros Srs. Pedro Luis Guerra e Wladimir Castelo Branco Castro, votaram pela condenação da Corretora ao pagamento de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais) por entender configuradas a violação ao disposto nos artigos 12, 14 e 36 da Instrução CVM 505/2011, dentre outras normativas da própria B3.

3.40 Note-se que para efeito do disposto no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, os artigos 12 e 14 também são consideradas infrações graves, assim como o Art. 30 da condenação considerada para a Recorrente. Outrossim, naquela oportunidade, a Corretora julgada nos autos do PAD 05/2015 já havia sido condenada no âmbito do Processo Administrativo Ordinário n.º 2/2011 ("PAD 02/2011"), ou seja, levando a comparação à efeito, ambos os processos que tem condenações relacionadas a mesma Instrução e com mesmo nível de gravidade para fins da Lei nº 6.385/76, tiveram seus valores em total descompasso, sendo portanto, necessária a revisão por este D. colegiado.

CORRETORA. DIRETOR. AUDITORIA OPERACIONAL. **AUSÊNCIA DE ORDENS. COMPARTILHAMENTO DE USUÁRIOS. VIOLAÇÃO AOS ARTIGOS 12, 14 E 16 DA ICVM 505.** ITENS 2.3 E 2.5.2 DO OFÍCIO CIRCULAR BM&FBOVESPA 053/2012-DP. ITEM 5.3.2 DO REGULAMENTO DE OPERAÇÕES BM&FBOVESPA. ITENS 3.1.4 E 3.2.5 DO MANUAL DE PROCEDIMENTOS OPERACIONAIS BM&FBOVESPA. ITEM 3.5 SUBITENS 1 E 9 DO REGULAMENTO DE OPERAÇÕES BM&FBOVESPA E ITEM 121 DO ROTEIRO BÁSICO. VIOLAÇÃO AO ARTIGO 3º INCISO II PARÁGRAFOS 2º E 3º DA ICVM 505 E AO ITEM 121 DO ROTEIRO BÁSICO PELO DIRETOR. JULGAMENTO PELA TURMA DO CONSELHO DE SUPERVISÃO DA BSM. CONDENAÇÃO. MULTA DE R\$ 50.000,00 À CORRETORA. MULTA DE R\$ 25.000,00 AO DIRETOR. RECURSO DO DIRETOR AO PLENO. RECURSO IMPROVIDO POR UNANIMIDADE DOS VOTOS. MANUTENÇÃO DA DECISÃO DA TURMA. ENCERRAMENTO DO PROCESSO (grifou-se).

IV. CONCLUSÃO

4.1 Conforme amplamente demonstrado ao longo da Defesa, bem como nas alegações demonstradas na resposta ao Parecer SJUR e por fim, nos fundamentos recolocados no presente Recurso, ratifica-se, portanto:

- (i) a análise sobre o cumprimento do dever de diligência dos intermediários para os fins previstos na Instrução CVM nº 505/2011 deve se concentrar no exame da adequação e da razoabilidade dos mecanismos de fiscalização adotados (os sistemas e controles internos) e das rotinas de supervisão implementadas. A obrigação de implementar controles internos é, nesse sentido, uma obrigação de meio e não de resultado;
- (ii) a decisão de quebra do dever de diligência que recai sobre a Corretora não procede (a) por assumir que a obrigação da Corretora de cumprir aqueles deveres é uma obrigação de resultado, e não de meio, e (b) porque os fatos concretos demonstram que a Corretora foi (e vêm sendo) diligente na implementação de controles para o gerenciamento de risco pré-operacional de seus clientes;
- (iii) nesse sentido, ao contrário do que traz a Corretora dispunha de um sistema de risco adequado e eficaz para gerenciar o risco das operações de seus clientes, inclusive daqueles que negociavam em alta frequência, por meio de algoritmos, e tomava uma série de medidas concretas para aperfeiçoar seus controles, implementando testes de *stress* para periodicamente testar a efetividade e a resiliência de tais sistemas.
- (iv) não é possível admitir que a sobrecarga sofrida no sistema da Corretora coloque em xeque a sua efetividade, a ponto de questionar se a Corretora teria cumprido adequadamente seu dever de diligência, seja porque (a) a sobrecarga ocorreu em razão do bombardeio de ordens sofrido pela Corretora naquele pregão ter extrapolado em muito a quantidade média de negócios que os sistemas da Corretora foram desenhados para intermediar; (b) **o evento foi tão atípico e inesperado que a**

Corretora não poderia ter antecipado que teria que lidar com este tipo de situação, quer para a constituição de um sistema de controles internos capaz de responder a essa quantidade de ofertas, quer para a submissão de seus controles a esse tipo de teste de *stress*; ou seja porque (c) mesmo em um cenário de estresse, os sistemas da Corretora conseguiram impedir a execução de uma grande quantidade das ordens enviadas pelo cliente [REDACTED];

- (v) tudo isso, cumulado com o fato de que a jurisprudência da CVM é bastante clara ao prever que uma eventual falha nos controles internos não significa que as rotinas de supervisão eram ineficientes, leva à conclusão de que a Corretora tomou todas as medidas que poderiam ser esperadas em cumprimento ao seu dever de diligência;
- (vi) a decisão de quebra do dever de lealdade, além de ampliar o conceito desse dever, transformando-o praticamente em uma obrigação de seguro, desconsidera que (a) ela dispunha de regras, procedimentos e controles internos que garantiam o gerenciamento de risco da operação de seus clientes; (b) o prejuízo sofrido por [REDACTED] foi decorrência direta de sua atuação desastrada e inconsequente na parametrização de seu algoritmo; e (c) a expectativa do Cliente, de que o sistema de controle de risco daria conta em qualquer caso de barrar as suas operações, não é juridicamente tutelável; e
- (vii) além disso, é preciso reconhecer que a Corretora (a) sempre agiu em benefício de seu Cliente – isso fica evidente tanto quando se considera que a Corretora passou a rejeitar manualmente as ofertas para minimizar os prejuízos do Cliente no pregão do dia 09.06.2015 quanto quando se leva em consideração que assim que a situação se estabilizou a Corretora contactou o Cliente para entender o que havia ocorrido naquele pregão e para buscar uma solução amigável; e (b) tomou todas as medidas necessárias para evitar que essa situação se repita novamente, a exemplo da programação que implementou em seu sistema proprietário que impede a negociação por algoritmos.

(viii) em última instância e sem prejuízo da revisão dos fundamentos anteriores, a necessidade de revisão da dosimetria utilizada pelo Ilmo. Relator, vez que não se alinha aos precedentes da própria BSM no âmbito de condenações anteriores, com o mesmo nível de gravidade e dentro da mesma Instrução CVM 505/2011, portanto, fazendo-se necessária a consideração das 4 (quatro) circunstâncias atenuantes levadas em conta pelo Ilmo. Relator na decisão recorrida.

4.2 Diante de todo o exposto, a Corretora tem plena convicção de que não cometeu as infrações que lhes foram imputadas na Condenação e que o presente Recurso será conhecido e provido, sendo integralmente reformada a decisão recorrida para que sejam absolvidos os Recorrentes, pelas razões acima expostas.

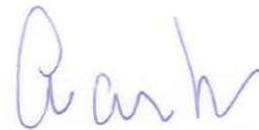
Termos em que
Pede-se o provimento.

São Paulo, 04 de julho de 2018.



Fabricio Cunha de Almeida

[Redacted]



Julia Azevedo Duarte

[Redacted]



Tiago de Souza Barsalobre

[Redacted]