

PARECER DA SUPERINTENDÊNCIA JURÍDICA
BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS – BSM
PROCESSO ADMINISTRATIVO ORDINÁRIO Nº 14/2015

Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso

Rafael Davis Lopes Silva

1. RELATÓRIO

1.1. Fatos

1. O Diretor de Autorregulação da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM (“BSM”), no exercício da competência que lhe é conferida pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nº 461/2007 determinou, em 09.10.2015, a instauração de processo administrativo disciplinar (“PAD nº 14/2015”) em face dos operadores Francisco Sampaio Cardoso (“Francisco”) e Rafael Davis Lopes Silva (“Rafael”), vinculados à época dos fatos à Corretora [REDACTED] devidamente qualificados no Termo de Acusação (fl. 01), em razão de indícios de infração aos itens I e II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979¹ (“ICVM

¹ Instrução CVM nº 08/1979: “I – É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preços, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

II – Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

(...)

d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialidade, 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.”

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva– Fls. 2 de 26

8/79”) e ao item 5.10.3, alínea “e”, do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa².

2. De acordo com a Acusação, são objeto do processo administrativo operações com opções de Ibovespa realizadas por Francisco e sua irmã [REDACTED], nas quais ambos foram beneficiados no momento da execução, em detrimento de clientes institucionais da Corretora.

3. Rafael, operador vinculado na época dos fatos à Corretora, executou, nos pregões dos dias 22.01.2013 e 26.02.2013, duas estratégias com opções de Ibovespa em nome e em benefício do operador Francisco, também à época vinculado à Corretora, em detrimento de clientes institucionais da Corretora, principalmente o [REDACTED], que geraram lucro bruto de R\$ 192.500,00 (fl. 26).

4. Rafael também executou uma estratégia com opções de Ibovespa no pregão do dia 26.02.2013 em nome de [REDACTED], irmã de Francisco, que gerou lucro bruto de R\$ 45.000,00.

5. O operador Francisco executou dois *day-trades* nos pregões dos dias 11.06.2013 e 22.08.2013 (fls. 14/21) em benefício de sua irmã, que geraram lucro bruto de R\$ 25.500,00.

6. As operações foram executadas pelos terminais dos operadores Francisco e Rafael que supostamente tinham conhecimento das ordens emitidas por alguns clientes institucionais da Corretora e, ao invés de executar as operações em melhores condições para esses clientes, interpuseram as operações de Francisco e [REDACTED], que realizaram operações com ganho certo.

² Regulamento de Operações do Segmento Bovespa: Ações, Futuros e Derivativos de Ações:

“5.10.3 É vedado ao Operador de Pregão: (...)

e) executar ordem ou realizar qualquer negócio que contribua, direta ou indiretamente, para: a criação de condições artificiais de demanda, oferta e ou preço; manipulação de preço; a realização de operações fraudulentas e à prática não equitativa;”

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva – Fls. 3 de 26

7. Segundo a Acusação, para que essa estratégia fosse realizada, os operadores se valeram da baixa liquidez das séries de opção de Ibovespa negociadas e do fato de as ordens dos clientes institucionais serem do tipo administrada, para as quais o investidor especifica somente a quantidade e as características dos ativos ou direitos a serem comprados ou vendidos, ficando a execução e o preço a critério do operador, conforme definição trazida no item 12.2.1, “c”, do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa. A esse respeito, a Acusação ressalva que, em alguns casos, os clientes estabeleciam o preço final das estratégias, ficando o preço de negociação de cada série a critério do operador.

8. Cientificada desses fatos, a Corretora informou que: (a) [REDACTED] realizou 15 operações intermediadas pela CGD, todas no mercado de opções e com Ibovespa (fl. 63); (b) o contato da cliente [REDACTED] com a Corretora sempre ocorreu por intermédio de Francisco, embora parte das operações tenham sido executadas pelo operador Rafael e uma delas pelo operador [REDACTED] (fl. 63); (c) ao ser questionada sobre as operações, a Cliente respondeu o seguinte: “Meu irmão trabalha no mercado financeiro há alguns anos e sempre me interessei pelo assunto apesar de não ter profundo conhecimento. Sempre conversei com ele e todas as operações que faço são sugestões dele e que eu aceito o risco da mesma” (fl. 63); (d) o perfil de investimentos de [REDACTED] foi classificado como moderado após o preenchimento do formulário de *suitability* (fl. 63); (e) não houve atipicidade nos preços das estratégias (fls. 63/65); e (f) o sistema de risco identificou a irregularidade (art. 6º, VII, da ICVM 301/99) da operação realizada no pregão de 11.06.2013, mas, por uma falha humana, não houve comunicação ao Compliance e à Diretoria (fl. 66).

1.2. Defesa de Rafael

9. Rafael, devidamente intimado, apresentou sua defesa em 20.01.2016 (fl. 82), ocasião em que informou que a correspondência comunicando a instauração do

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva – Fls. 4 de 26

presente processo administrativo teria sido entregue em seu antigo endereço. Na defesa, alegou que: (a) no período em que trabalhou na Corretora não teria acesso aos clientes, tampouco ao preço das opções negociadas; (b) sua atividade consistiria em pegar as boletas com os operadores e registrá-las nos sistemas, respeitando os limites de preço impostos pela Bolsa; e (c) as boletas para registro lhe seriam entregues já preenchidas com as seguintes informações: quantidade negociada, preço e clientes.

1.3. Defesa de Francisco

10. Francisco, devidamente intimado, apresentou pedido de prorrogação de prazo para apresentação de defesa por mais 30 (trinta) dias, ao argumento de que teria tido ciência da instauração do presente processo administrativo somente em 17.11.2015, quando recebeu a correspondência enviada pela BSM em sua residência na cidade do Rio de Janeiro.

11. Referido pedido foi deferido pela BSM, fixando-se como data final para apresentação de defesa o dia 18.01.2016.

12. A defesa, contudo, foi apresentada em 25.01.2016³ (fls. 84/89) e, portanto, intempestivamente.

13. A esse respeito, registre-se que a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) “em respeito ao contraditório, ampla defesa e ao formalismo moderado que orienta os Processos Administrativos Sancionadores em geral”⁴, tem considerado em seus julgamentos defesas apresentadas intempestivamente. Seguindo tal linha, os argumentos de defesa apresentados serão objeto de análise no presente parecer.

14. Em sua defesa, Francisco alega, resumidamente, que:

³ Consideramos a data da postagem da defesa.

⁴ Voto do Diretor Otavio Yazbek, relator do PAS nº RJ 2008/12216, julgado em 13 de abril de 2010. No mesmo sentido, entre outros, o entendimento do Colegiado no julgamento do Inquérito Administrativo nº 25/99, em 24 de agosto de 2000, relatado pelo Diretor Wladimir Castelo Branco Castro.

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva– Fls. 6 de 26

- i. a Corretora nunca teria informado que o operador não poderia operar em nome próprio no mercado de opções (fl. 87);
- j. nenhuma operação teria sido realizada sem autorização da sua irmã (fl. 87);
- k. as operações realizadas nos dias 22.01.2013 e 26.02.2013 teriam sofrido erro operacional ou alguma interferência no momento do registro, no entanto, o cliente teria sido comunicado da falha (fls. 87/88);
- l. as operações realizadas em 01.02.2013, 28.02.2013 e 05.03.2013 teriam sido ajustes em erros operacionais (fls. 87/88).

1.4. Termo de Compromisso

15. Os Defendentes não manifestaram interesse em celebrar Termo de Compromisso com a BSM.

1.5. Aditamento do Termo de Acusação

16. Verificou-se que o item 9 do Termo de Acusação (fls. 03) enviado aos Defendentes teve parte do texto suprimido por uma falha de impressão. A partir dessa constatação, o Diretor de Autorregulação aditou o Termo de Acusação, exclusivamente, para retificação do seu item 9, e determinou que os Defendentes fossem cientificados de tal ato, conferindo-lhes o prazo de 5 (cinco) dias para manifestação de interesse em aditar as defesas já apresentadas, ressalvando que, em havendo interesse, seria reaberto o prazo de 30 (trinta) dias para apresentação de defesa, nos termos do artigo 3º do Regulamento Processual da BSM.

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva– Fls. 7 de 26

17. Em 04.04.2016, o Diretor de Autorregulação determinou a devolução do prazo de 30 (trinta) dias para apresentação de defesa, nos termos do artigo 3º do Regulamento Processual da BSM.

2. MÉRITO

18. O escopo do presente Processo Administrativo é apurar a responsabilidade de Francisco e de Rafael, na qualidade de executores e, no caso de Francisco, também beneficiário, das operações objeto da Acusação, que teriam configurado o uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

2.1.1 Da conduta dos Defendentes

19. De acordo com a Acusação, o operador Rafael teria beneficiado Francisco e [REDACTED] em estratégias com opções de Ibovespa, em detrimento de clientes institucionais da Corretora participantes dessas mesmas estratégias, enquanto Francisco teria executado dois *day-trades* em benefício de sua irmã [REDACTED].

20. Esses benefícios só teriam ocorrido em razão do conhecimento prévio de ordens do tipo administrada emitidas por clientes institucionais da Corretora, para as quais é especificada somente a quantidade e as características dos ativos a serem negociados, ficando o preço e o momento de execução a critério do operador, conforme regras da BM&FBOVESPA.

21. Dessa forma, Rafael e Francisco, valendo-se da discricionariedade conferida pelas ordens do tipo administrada dos clientes institucionais, interpunham as operações de Francisco e/ou sua irmã [REDACTED] entre as operações desses clientes institucionais, que teriam deixado de ter suas ordens executadas nas melhores condições que o mercado permitia para beneficiar Francisco e sua irmã [REDACTED].

2.1.1.1 Da conduta do operador Rafael

22. Em sua Defesa, Rafael alegou que não teria acesso aos clientes e sua atividade consistiria em pegar as boletas com os operadores e registrá-las nos sistemas, respeitando os limites de preço impostos pela BM&FBOVESPA. Essas boletas lhe seriam entregues já preenchidas para registro no sistema de negociação com as seguintes informações: quantidade negociada, preço e clientes.

23. Não procedem, no entanto, os argumentos trazidos pelo Defendente Rafael. Ao contrário do alegado, as boletas não estariam preenchidas no momento da execução das operações, pois as ordens dos clientes institucionais eram do tipo administrada (sem um preço definido para cada uma das séries negociadas nas estratégias), cabendo ao operador definir os preços e o momento de execução.

24. Rafael, portanto, valendo-se da discricionariedade conferida pelas ordens administradas dos clientes institucionais participantes das estratégias (cf. apontam os registros das ordens – Doc. 1) e com o propósito de beneficiar Francisco e sua irmã [REDACTED], interpunha as operações desses clientes entre as operações dos clientes institucionais, que deixaram de ter suas ordens executadas nas melhores condições que o mercado permitia no momento.

25. Conforme apontado pela Acusação, todas as operações realizadas pelos participantes das estratégias, incluindo as de Francisco e [REDACTED], foram realizadas sob a forma de negócios diretos e registradas por intermédio do terminal de negociação de Rafael (terminal 131).

26. De acordo com as tabelas e gráficos reproduzidos no Termo de Acusação, independentemente da pontuação do Ibovespa verificada na data do vencimento das opções negociadas nas estratégias, Francisco e [REDACTED] obteriam resultado positivo. Adicionalmente, com o intuito de assegurar vantagem na execução da estratégia e, por consequência, ganhos à Francisco e [REDACTED], as operações foram executadas em curto

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva – Fls. 9 de 26

intervalo de tempo e a preços diferentes daqueles demais clientes que também operavam estratégias com as mesmas séries de opções Ibovespa.

27. A título exemplificativo, analisaremos as operações realizadas por Rafael em nome de Francisco nos pregões dos dias 22.01.2013 e 01.02.2013, descritas no Termo de Acusação como “1ª Estratégia”.

28. No pregão do dia 22.01.2013, Rafael executou em nome de Francisco compras de opções das séries IBOVR48 e IBOVR52 e venda de opções da série IBOVR50, tendo na contraparte clientes institucionais da Corretora. Nesse mesmo dia, Rafael executou, exclusivamente, estratégias com as três mesmas séries de opções para 5 (cinco) clientes institucionais da Corretora, dentre eles [REDACTED], que figuraram na contraparte de Francisco.

Tabela 1 - Operações realizadas por Francisco no pregão de 22.01.2013

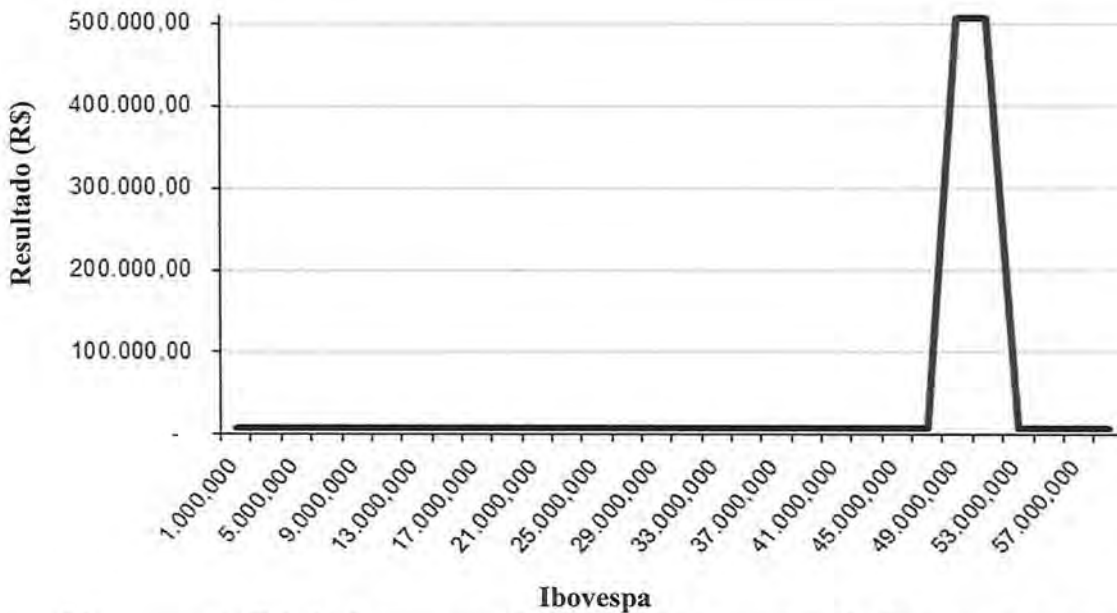
Hora	Ativo	Nº Neg	Preço	Nome	Term	C V	Qtde	Volume (R\$)	Nome Contraparte	Term Ctp
12:30:39	IBOVR48	20	325,00	FRANCISCO	131	C	500	-162.500,00	[REDACTED]	131
12:34:14	IBOVR50	50	450,00	FRANCISCO	131	V	-1.000	450.000,00	[REDACTED]	131
12:36:19	IBOVR52	30	560,00	FRANCISCO	131	C	500	-280.000,00	[REDACTED]	131
							-	7.500,00		

Fonte: BM&FBOVESPA

29. O Gráfico 1 de fl. 5 do Termo de Acusação, abaixo reproduzido, demonstra que Francisco obteria resultado positivo independentemente da pontuação do Ibovespa verificado na data do vencimento das opções negociadas. Nesse sentido, ainda que Francisco carregasse suas posições até a data de vencimento dessas séries, e independentemente do nível de pontos do Ibovespa, o seu lucro mínimo seria de R\$ 7.500,00 e máximo de R\$ 507.500,00:

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
 Silva– Fls. 10 de 26

Gráfico 1 - Estratégia realizada por Francisco no pregão de 22.01.2013



30. A Tabela 2 constante do Termo de Acusação (fl. 5) resume as estratégias executadas por Rafael em nome de clientes da Corretora no pregão de 22.01.2013, incluindo Francisco, e o resultado possível na data de vencimento das séries de opção negociadas:

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
 Silva– Fls. 11 de 26

Tabela 2 - Resumo das estratégias realizadas pelos clientes por intermédio do terminal de Rafael no pregão de 22.01.2013

Cliente	Ação	Ativo	Qtde	Preço	Resultado possível no vencimento
[REDACTED]	Comprar	IBOVR48	4000	325,00	
	Vender	IBOVR50	8000	410,00	Perder R\$ 260.000,00
	Comprar	IBOVR52	4000	560,00	Lucrar R\$ 3.740.000,00
	Vender	IBOVR48	2000	325,00	
	Comprar	IBOVR50	4000	410,00	Perder R\$ 130.000,00
	Vender	IBOVR52	2000	560,00	Lucrar R\$ 1.870.000,00
	Vender	IBOVR48	2000	325,00	
	Comprar	IBOVR50	4000	410,00	Perder R\$ 130.000,00
	Vender	IBOVR52	2000	560,00	Lucrar R\$ 1.870.000,00
	Vender	IBOVR48	500	325,00	
	Comprar	IBOVR50	1000	450,00	Perder R\$ 7.500,00
	Vender	IBOVR52	500	560,00	Perder R\$ 507.500,00
FRANCISCO	Comprar	IBOVR48	500	325,00	
	Vender	IBOVR50	1000	450,00	Lucrar R\$ 7.500,00
	Comprar	IBOVR52	500	560,00	Lucrar R\$ 507.500,00
		Qtd Net	0		

Fonte: BM&FBOVESPA

31. Conforme detalhado na Tabela 3 de fl. 8 do Termo de Acusação, Rafael, utilizando-se da ordem do tipo administrada do cliente institucional definiu discricionariamente o preço e executou operação com IBOVR50 entre Francisco e o cliente institucional [REDACTED] de modo que Francisco pudesse auferir lucro certo ao final da estratégia. . Nesse sentido, verifica-se que a série IBOVR50 somente foi negociada ao preço de R\$ 450,00 na operação de estratégia entre Francisco e o [REDACTED] (negócio destacado em vermelho na Tabela 3), sendo que as demais operações de estratégia com esta série, tanto anteriores como posteriores, foram realizadas ao preço de R\$ 410,00.

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
 Silva– Fls. 12 de 26

Tabela 3 - Negócios realizados pelos clientes participantes da estratégia no pregão de 22.01.2013, com destaque para a operação realizada entre o Fundo [REDACTED] e Francisco

Hora	Ativo	Nº Neg	Preço	Comprador	Term C	Qtde	Volume (RS)	Vendedor	Term V
11:08:47	IBOVR48	10	325,00	[REDACTED]	131	1000	325.000,00	[REDACTED]	131
12:30:39	IBOVR48	20	325,00	FRANCISCO	131	500	162.500,00	[REDACTED]	131
12:31:17	IBOVR48	30	325,00	[REDACTED]	131	2.000	650.000,00	[REDACTED]	131
12:31:57	IBOVR48	40	325,00	[REDACTED]	131	500	162.500,00	[REDACTED]	131
12:32:27	IBOVR48	50	325,00	[REDACTED]	131	500	162.500,00	[REDACTED]	131
11:14:00	IBOVR50	10	410,00	[REDACTED]	131	10	4.100,00	[REDACTED]	131
11:23:01	IBOVR50	20	410,00	[REDACTED]	131	1.990	815.900,00	[REDACTED]	131
12:33:31	IBOVR50	30	410,00	[REDACTED]	131	1.000	410.000,00	[REDACTED]	131
12:33:52	IBOVR50	40	410,00	[REDACTED]	131	1.000	410.000,00	[REDACTED]	131
12:34:14	IBOVR50	50	450,00	[REDACTED]	131	1.000	450.000,00	FRANCISCO	131
12:34:41	IBOVR50	60	410,00	[REDACTED]	131	2.000	820.000,00	[REDACTED]	131
12:34:59	IBOVR50	70	410,00	[REDACTED]	131	1.000	410.000,00	[REDACTED]	131
12:35:23	IBOVR50	80	410,00	[REDACTED]	131	1.000	410.000,00	[REDACTED]	131
11:22:41	IBOVR52	10	560,00	[REDACTED]	131	10	5.600,00	[REDACTED]	131
11:23:17	IBOVR52	20	560,00	[REDACTED]	131	990	554.400,00	[REDACTED]	131
12:36:19	IBOVR52	30	560,00	[REDACTED]	131	500	280.000,00	[REDACTED]	131
12:36:56	IBOVR52	40	560,00	[REDACTED]	131	1.500	840.000,00	[REDACTED]	131
12:37:42	IBOVR52	50	560,00	[REDACTED]	131	500	280.000,00	[REDACTED]	131
12:37:58	IBOVR52	60	560,00	[REDACTED]	131	1.000	560.000,00	[REDACTED]	131

Fonte: BM&FBOVESPA

32. Portanto, para interpor as operações de Francisco, Rafael deixou de executar as ordens do [REDACTED] nas melhores condições que o mercado permitia naquele momento. Ou seja, o Fundo [REDACTED] somente comprou opções da série IBOVR50 ao preço de R\$ 410,00 e não a R\$ 450,00, a fim de assegurar resultado positivo à estratégia de Francisco.

33. As posições de Francisco foram encerradas no pregão do dia 01.02.2013, exclusivamente com a contraparte [REDACTED] gerando-lhe lucro bruto de

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
 Silva– Fls. 13 de 26

R\$ 140.000,00, conforme demonstrado na Tabela 4. Esse lucro somado ao obtido por Francisco com as operações executadas em 22.01.2013, totalizou R\$ 147.500,00.

Tabela 4 - Operações realizadas por Francisco com opções de Ibovespa no pregão de 01.02.2013

Hora	Ativo	Nº Neg	Preço	Nome	Term	C V	Qtde	Volume (R\$)	Nome Contraparte	Term Ctp
14:39:00	IBOVR48	10	320,00	FRANCISCO	131	V	10	3.200,00		131
14:40:11	IBOVR48	20	320,00	FRANCISCO	131	V	490	156.800,00		131
12:24:00	IBOVR50	10	330,00	FRANCISCO	131	C	10	3.300,00		131
12:24:25	IBOVR50	20	330,00	FRANCISCO	131	C	990	326.700,00		131
14:39:00	IBOVR52	10	620,00	FRANCISCO	131	V	10	6.200,00		131
14:39:36	IBOVR52	20	620,00	FRANCISCO	131	V	490	303.800,00		131
								-	140.000,00	

Fonte: BM&FBOVESPA

34. A segunda e terceira estratégias executadas por Rafael em nome de Francisco e de sua irmã [REDACTED] observaram o mesmo *modus operandi*.

35. No pregão do dia 26.02.2013, Rafael executou em nome de Francisco duas operações de compra de opções das séries IBOVR48 e IBOVR52 e uma operação de venda de opção da série IBOVR50, todas sob a forma de negócios diretos e com clientes institucionais da Corretora na contraparte, resultando em ganho de R\$ 5.000,00 a Francisco:

Tabela 5 - Operações realizadas por Francisco com opções de Ibovespa no pregão de 26.02.2013

Hora	Ativo	Nº Neg	Preço	Nome	Term	C V	Qtde	Volume (R\$)	Nome Contraparte	Term Ctp
11:21:13	IBOVR48	30	260,00	FRANCISCO	131	C	250	-65.000,00		131
11:28:01	IBOVR50	30	565,00	FRANCISCO	131	V	-500	282.500,00		131
11:27:11	IBOVR52	100	850,00	FRANCISCO	131	C	250	-212.500,00		131
								-	5.000,00	

Fonte: BM&FBOVESPA

36. No mesmo pregão, Rafael executou em nome de [REDACTED] duas operações de compra de opções das séries IBOVR48 e IBOVR52 e uma operação de venda de AKN/SJUR

h

Parceer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva – Fls. 14 de 26

opção da série IBOVR50, todas também sob a forma de negócios diretos e com clientes institucionais da Corretora na contraparte, resultando em ganho de R\$ 5.000,00 a [REDACTED]:

Tabela 6 - Operações realizadas por [REDACTED] com opções de Ibovespa no pregão de 26.02.2013

Hora	Ativo	Nº Neg	Preço	Nome	Term	C V	Qtde	Volume (R\$)	Nome Contraparte	Term Ctp
11:20:54	IBOVR48	20	260,00	[REDACTED]	131	C	250	-65.000,00	[REDACTED]	131
11:27:49	IBOVR50	20	565,00	[REDACTED]	131	V	-500	282.500,00	[REDACTED]	131
11:26:59	IBOVR52	90	850,00	[REDACTED]	131	C	250	-212.500,00	[REDACTED]	131
								5.000,00		

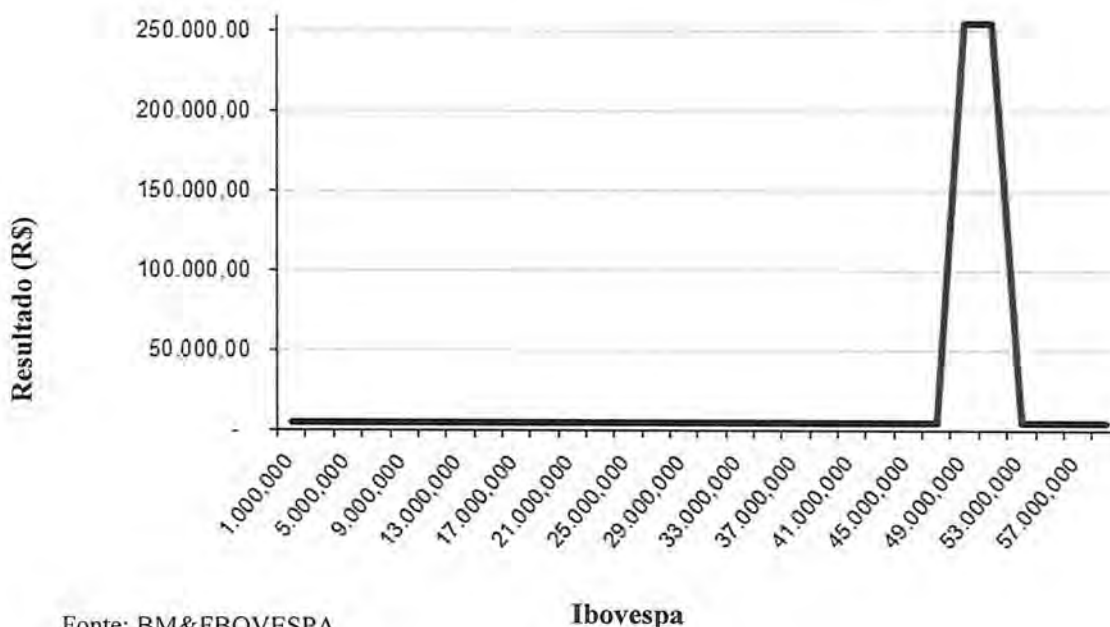
Fonte: BM&FBOVESPA

37. Assim como na primeira estratégia, ainda que Francisco e [REDACTED] tivessem carregado suas posições até a data de vencimento das opções negociadas e independentemente do nível de pontos do Ibovespa, obteriam lucro, conforme demonstrado no Gráfico 5 de fl. 11 do Termo de Acusação, abaixo reproduzido:



Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva – Fls. 15 de 26

**Gráfico 5 - Estratégia realizada por Francisco e [REDACTED] no pregão de
26.02.2013**



Fonte: BM&FBOVESPA

Ibovespa

38. Portanto, com o mesmo *modus operandi*, Rafael, conhecendo os parâmetros determinados pelos clientes institucionais da Corretora, cujas ordens eram do tipo administrada, definiu o preço e executou as operações de estratégia com IBOVR48 para Francisco e [REDACTED] com a contraparte [REDACTED]. Mais uma vez, essas operações foram executadas a preços diferentes das operações de clientes institucionais que participavam da estratégia com a mesma série de opções, de modo a beneficiar as posições de Francisco e [REDACTED] e permitir que auferissem ganho certo.

39. Conforme descrito pela Acusação, as operações de Francisco e [REDACTED] com a contraparte [REDACTED] com opções da série IBOVR48, foram executadas ao preço de R\$ 260,00, (negócios destacados em vermelho na Tabela 7, abaixo reproduzida), sendo que as demais operações de estratégia com esta série, tanto anteriores quanto posteriores, foram realizadas ao preço médio de R\$ 380,00. Rafael.

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
 Silva – Fls. 16 de 26

com o intuito de proporcionar vantagem a Francisco e [REDACTED], executou para o [REDACTED] [REDACTED] venda de 500 opções ao preço de R\$ 260,00, contra os dois primeiros, e compra de 1.000 opções ao preço médio de R\$ 380,00 contra o [REDACTED] resultando em *day-trade* de 500 opções com prejuízo bruto de R\$ 59.500,00 para o [REDACTED]

Tabela 7 - Negócios realizados pelos clientes participantes da estratégia no pregão de 26.02.2013

Hora	Papel	Nº Neg	Preço	Comprador	Term C	Qtde	Volume (R\$)	Vendedor	Term V
10:26:41		10	380,00	[REDACTED]	131	2000	760.000,00	[REDACTED]	131
11:20:54		20	260,00	[REDACTED]	131	250	65.000,00	[REDACTED]	131
11:21:13		30	260,00	FRANCISCO	131	250	65.000,00	[REDACTED]	131
11:37:00	IBOVR48	40	379,00	[REDACTED]	131	10	3.790,00	[REDACTED]	131
11:37:01		50	379,00	[REDACTED]	131	590	223.610,00	[REDACTED]	131
11:37:17		60	380,00	[REDACTED]	131	400	152.000,00	[REDACTED]	131
10:26:57		10	570,00	[REDACTED]	131	3.000	1.710.000,00	[REDACTED]	131
11:27:49	IBOVR50	20	565,00	[REDACTED]	131	500	282.500,00	[REDACTED]	131
11:28:01		30	565,00	[REDACTED]	131	500	282.500,00	FRANCISCO	131
11:28:21		40	565,00	[REDACTED]	131	500	282.500,00	[REDACTED]	131
10:28:55		30	859,00	[REDACTED]	131	800	687.200,00	[REDACTED]	131
10:28:55	IBOVR52	40	858,00	[REDACTED]	131	200	171.600,00	[REDACTED]	131
11:26:59		90	850,00	[REDACTED]	131	250	212.500,00	[REDACTED]	131
11:27:11		100	850,00	FRANCISCO	131	250	212.500,00	[REDACTED]	131

Fonte: BM&FBOVESPA

40. Logo, para interpor as operações de Francisco entre as operações dos clientes institucionais, Rafael deixou novamente de executar as ordens do [REDACTED] nas melhores condições que o mercado permitia naquele momento. Ou seja, o [REDACTED] somente vendeu opções de IBOVR48 ao preço de R\$ 260,00 e não a R\$ 380,00 e manteve posição compradora de 500 opções de IBOVR48,

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
 Silva– Fls. 17 de 26

para que as estratégias realizadas por Francisco e [REDACTED] apresentassem somente possibilidade de ganho, conforme exposto no Gráfico 5 acima reproduzido.

41. [REDACTED] e Francisco encerraram suas posições nos pregões dos dias 28.02.2013 e 05.03.2013, respectivamente, com o [REDACTED] na contraparte, obtendo lucro bruto de R\$ 40.000,00 cada um, conforme descrito nas Tabela 8 e 9 do Termo de Acusação (fls. 13 e 14), abaixo reproduzidas:

Tabela 8 - Operações realizadas por [REDACTED] com opções de Ibovespa no pregão de 28.02.2013

Hora	Ativo	Nº Neg	Preço	Nome	Term	C V	Qtde	Volume (R\$)	Nome Contraparte	Term Ctp
12:54:00	IBOVR48	10	315,00	[REDACTED]	131	V	-10	3.150,00	[REDACTED]	131
12:54:03	IBOVR48	20	315,00	[REDACTED]	131	V	-240	75.600,00	[REDACTED]	131
13:25:08	IBOVR50	21	370,00	[REDACTED]	131	C	250	-92.500,00	[REDACTED]	131
13:23:08	IBOVR50	30	350,00	[REDACTED]	131	C	250	-87.500,00	[REDACTED]	131
13:23:28	IBOVR52	70	565,00	[REDACTED]	131	V	-250	141.250,00	[REDACTED]	131
								40.000,00		

Fonte: BM&FBOVESPA

Tabela 9 - Operações realizadas por Francisco com opções de Ibovespa no pregão de 05.03.2013

Hora	Ativo	Nº Neg	Preço	Nome	Term	C V	Qtde	Volume (R\$)	Nome Contraparte	Term Ctp
12:29:02	IBOVR48	10	295,00	FRANCISCO	131	V	-250	73.750,00	[REDACTED]	131
12:39:48	IBOVR50	10	360,00	FRANCISCO	131	C	500	-180.000,00	[REDACTED]	131
12:31:36	IBOVR52	20	585,00	FRANCISCO	131	V	-250	146.250,00	[REDACTED]	131
								40.000,00		

Fonte: BM&FBOVESPA

42. Ao final da segunda e da terceira estratégias, Francisco e [REDACTED] auferiram resultado positivo de R\$ 45.000,00 cada (resultado da soma do ganho auferido na abertura e no encerramento das posições de cada um).

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva– Fls. 18 de 26

43. Portanto, tendo em vista (a) o fato de as ordens dos clientes institucionais preteridos serem do tipo administrada, o que confere discricionariedade do operador para definir o preço e o momento de execução⁵ da operação; (b) a coordenação verificada na interposição das operações de Francisco e de [REDACTED] entre as operações dos clientes institucionais; (c) o fato de todas as operações de Francisco, de [REDACTED] e dos clientes institucionais participantes das estratégias, terem sido registradas por intermédio do terminal de negociação de Rafael e (d) o lucro obtido em todas as estratégias realizadas por Francisco e [REDACTED] as quais apresentaram apenas possibilidade de ganhos, conforme demonstrados nos gráficos acima reproduzidos, entendemos ser improcedente a alegação de Rafael de que sua atividade consistia em apenas “pegar as boletas preenchidas com os operadores e registrar nos sistemas, respeitando os limites de preço impostos pela bolsa”.

44. A atuação de Rafael no sentido de não executar as ordens para o [REDACTED] [REDACTED] nas melhores condições do mercado afronta o princípio da *best execution* o qual é descrito no artigo 19 da Instrução CVM nº 505/2011:

“Art. 19. O intermediário deve executar as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita. Parágrafo único. Para aferir as melhores condições para a execução de ordens, o intermediário deve levar 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.”

45. Essa previsão originou-se da preocupação da CVM no que se refere à relação fiduciária existente entre a instituição intermediária e os investidores, assim buscou “estabelecer regras capazes de aprimorar a qualidade da execução de ordens por parte dos intermediários. A finalidade dessa medida é aumentar a proteção aos

⁵ Definição trazida no item 12.2.1 “c” do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa: Ações, Futuros e Derivativos de Ações.

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva– Fls. 19 de 26

investidores, conferindo maior efetividade ao dever fiduciário dos intermediários que devem agir no melhor interesse de seus clientes.” Exige, inclusive, “o dever de o intermediário executar as ordens nas condições indicadas pelo cliente e, na falta dessas, nas melhores condições que o mercado permita. Essas condições devem ser aferidas levando em consideração o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação e o volume, dentre outros fatores relevantes para a execução da ordem”⁶.

46. Esse mesmo princípio é descrito pela U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) como o dever de buscar a “melhor execução” disponível para atender às ordens de clientes do intermediário, o que inclui, dentre outras variáveis, buscar a oportunidade de obter o melhor preço do ativo pretendido pelos clientes⁷. Para tanto, o referido dever de “melhor execução” implica o emprego de razoável diligência por parte do executor a fim de ele obtenha, em favor dos clientes, os melhores preços disponíveis em mercado⁸.

47. Analisando-se o *modus operandi* observado nas estratégias, conclui-se que o operador Rafael participou ativamente da execução das operações de estratégia Francisco e de sua irmã [REDACTED], de forma conferir benefício econômico a esses clientes, dos quais um era considerado pessoa vinculada, em detrimento de clientes

⁶ Edital de Audiência Pública nº 04/2009, o qual visava discutir as normas e os procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercado regulados: http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0409_Final.pdf

⁷ “Brokers are legally required to seek the best execution reasonably available for their customers’ orders. (...) Some of the factors a broker must consider when seeking best execution of customers’ orders include: the opportunity to get a better price than what is currently quoted, the speed of execution, and the likelihood that the trade will be executed” (Disponível em: <http://www.sec.gov/answers/bestex.htm>. Consulta realizada em 25.06.2014 - sem grifos no original).

⁸ “Duty of Best Execution. When executing transactions on behalf of an investor, the investment advice provider must use reasonable diligence to obtain the best available price. The duty of best execution is a well-established standard of professional responsibility that the SEC and other regulators enforce in disciplinary proceedings” (BLACK, Barbara. How to improve retail investor protection after the Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Fev2011. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1579719. Acesso em 28fev2012. P. 125 – sem grifos no original).

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva– Fls. 20 de 26

institucionais da Corretora que negociavam as mesmas estratégias com as mesmas séries de opções.

48. Ultrapassada a análise da conduta do operador Rafael, trataremos da conduta do operador Francisco.

2.1.1.2 Da conduta do operador Francisco

49. Em sua defesa, Francisco alega que pelo fato de a Corretora não ter, à época, a estrutura necessária para atender ao novo modelo operacional do mercado de opções de marcação de preços na tela, que surgiu com o *market maker*, teria aumentado o número de erros operacionais (operações passadas fora do preço) e, por consequência, a necessidade de ajustes. Nesse sentido, sustenta o Defendente que os preços negociados eram ajustados posteriormente entre os clientes, o com o que teriam concordado.

50. Francisco sustenta, em resumo, que os clientes institucionais que figuraram na contraparte das operações de sua irmã [REDACTED] conheciam e concordavam com os preços inseridos para a execução de suas operações. Concluí, ao final, que não teria havido qualquer tipo de benefício a [REDACTED] em detrimento de outros clientes da Corretora que operavam no mercado de opções.

51. A conduta ilícita indicada na acusação reside no *modus operandi* observado nas operações executadas por Francisco em nome de sua irmã [REDACTED] com clientes institucionais da Corretora na contraparte, que deixaram de ter suas ordens atendidas nas melhores condições que o mercado permitia no momento, a fim de conferir benefício econômico à [REDACTED].

52. Conforme apontado no Termo de Acusação e no Parecer SAM que o embasou, o operador Francisco executou, nos pregões do dia 11.06.2013 e 22.08.2013, duas operações do tipo *day trade* em nome de sua irmã [REDACTED].

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
 Silva– Fls. 21 de 26

53. Antes do início do pregão do dia 11.06.2016, o [REDACTED] emitiu uma ordem via e-mail, conforme Anexo II do doc. 01 do Termo de Acusação (fl. 49), especificando os parâmetros para a realização da operação, sem indicar o preço específico para a execução, configurando, portanto, ordem do tipo administrada.

54. A partir dessas informações, Francisco executou para [REDACTED] cujas orden stambém eram do tipo administrada, operações de compra e venda de opções da série IBOVR55, de baixa liquidez, em curto intervalo de tempo, tendo na contraparte, exclusivamente, o [REDACTED], conforme demonstrado na Tabela 10 de fl. 15 do Termo de Acusação, abaixo reproduzida:

Tabela 10 - Day-trade realizado por [REDACTED] no pregão de 11.06.2013

Hora	Ativo	Nº Neg	Preço	Nome	Term	C V	Qtde	Volume (RS)	Nome Contraparte	Term Ctp
15:39	IBOVR55	30	4.900,00	[REDACTED]	128	C	100	-490.000,00	[REDACTED]	128
15:49	IBOVR55	40	5.050,00	[REDACTED]	128	V	-100	505.000,00	[REDACTED]	128
Resultado								15.000,00		

Fonte: BM&FBOVESPA

55. Sobre esse *day trade*, Francisco alega que o [REDACTED] solicitou uma operação com opções da série IBOVR55, sem liquidez. Após analisar o mercado, Francisco alega que sugeriu a [REDACTED] a realização de operação com IBOVR55, por se tratar de momento de “absoluta falta de liquidez naquela série”, informando-a que buscava séries de vencimento próximo, a fim de montar uma estrutura de forma que não ficasse exposta à série. Segundo Francisco, o [REDACTED] pediu o encerramento da posição, ocasião em que entrou novamente em contato com outros clientes, sem, contudo, obter preço razoável. O [REDACTED], então, teria aceitado o prejuízo da operação para encerramento da posição naquele mesmo dia.

56. No segundo *day trade* executado em nome de [REDACTED] no pregão do dia 22.08.2013, o *modus operandi* de Francisco foi o mesmo. Francisco executou operações de compra e venda de opções com série de baixa liquidez (IBOVV43), em curto

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva – Fls. 22 de 26

intervalo de tempo, tendo na contraparte clientes institucionais da Corretora, no caso, o

[REDACTED] e o [REDACTED]

57. Sobre esse *day trade*, Francisco informa que tratou-se de ajuste de operação anterior e o [REDACTED] teria sido informado desse fato e concordado.

58. Como visto acima, Francisco, a partir dos parâmetros estabelecidos pelos clientes institucionais (quantidade, ativo e preço final da estratégia), sem indicar o preço específico para a execução de cada série, conforme Anexos III e IV do doc. 01 do Termo de Acusação (fls. 50/51), definiu os preços das operações.

59. De acordo com a Tabela 13 de fl. 18 do Termo de Acusação, abaixo reproduzida, o *day trade* de [REDACTED] foi realizado entre as operações do [REDACTED] e do [REDACTED], que participavam da estratégia. Para conseguir interpor o *day trade* de sua irmã, Francisco executou as operações do Fundo [REDACTED] de forma que o preço chegasse no preço final que o cliente estava disposto a pagar na estratégia:

Tabela 13 – Estratégia realizada pelo Fundo [REDACTED] com opções de Ibovespa no pregão de 22.08.2013

Hora	Ativo	Nº Neg	Preço	Nome	Term	C V	Qtde	Volume (R\$)	Nome Contraparte	Term Ctp
10:29:54	IBOVV38	10	59,00	[REDACTED]	128	C	10	590,00	[REDACTED]	128
10:30:18		20	59,00	[REDACTED]	128	C	490	28.910,00	[REDACTED]	128
10:28:28		10	225,00	[REDACTED]	128	V	10	2.250,00	[REDACTED]	128
10:29:16	IBOVV43	20	225,00	[REDACTED]	128	V	340	76.500,00	[REDACTED]	128
10:31:30		30	255,00	[REDACTED]	128	V	650	165.750,00	[REDACTED]	128
10:25:10	IBOVV48	10	1080,00	[REDACTED]	128	C	500	540.000,00	[REDACTED]	128
			650,00				-	-325.000,00		

Fonte: BM&FBOVESPA

60. Ao analisar a ordem administrada dada pelo Fundo [REDACTED] e a operação acima descrita, verifica-se que a ordem foi atendida, mas não nas melhores condições

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva– Fls. 23 de 26

que o mercado permitia naquele momento, visto que a operação com opções da série IBOVV43 poderia ter sido realizada exclusivamente entre o Fundo [REDACTED] a exemplo do que ocorreu com as outras séries de opções.

61. Dessa forma, (a) o fato de ter sido necessária a realização de ajustes, por conta de supostos erros operacionais consistentes em registros de operações a preços diferentes dos negociados e (b) o fato de os clientes [REDACTED] terem sido informados dos referidos ajustes e dos preços de execução das operações e concordado com isso, conforme alegado por Francisco, não afastam a irregularidade.

62. As provas trazidas pela Acusação indicam que Francisco, valendo-se da discricionariedade que lhe conferiam as ordens do tipo administrada recebidas de clientes institucionais da Corretora para a execução de estratégia com opções, realizou, no intervalo das operações desses clientes, *day trades* com ganho certo para sua irmã [REDACTED]. Com isso, deixou de executar as operações para os clientes institucionais, em particular, [REDACTED] nas melhores condições que o mercado então permitia e obteve parte do resultado que seria desses clientes para sua irmã [REDACTED] o que caracteriza o uso de prática não equitativa.

2.1 Do uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários

63. Conforme se verá a seguir, tendo em vista o “*modus operandi*” de Francisco e de Rafael observado nas operações objeto deste processo administrativo, verifica-se que estão presentes todos os elementos do ilícito de uso de prática não equitativa.

64. Referido ilícito foi capitulado pela ICVM 8/79, sendo importante observar os fundamentos da referida norma, como esclarecem Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Mayor Wellisch, na obra “Mercado de Capitais”:

“O mercado de valores mobiliários rege-se por regras bastante específicas, as quais têm por objetivo, especialmente, a manutenção do princípio da equidade nas operações nele realizadas, de modo que os participantes do mercado possam negociar em igualdade de condições.

Foi com esse objetivo de assegurar a igualdade e o equilíbrio a todos os participantes resguardado a necessária confiabilidade do mercado de valores mobiliários, que a CVM, com fundamento na Lei nº 6.385/1976, editou a Instrução CVM n. 08/1979.

(...) a Instrução n. 8/79 conceituou, de forma propositadamente genérica, situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado.

Revelam-se, assim, figuras típicas de conteúdo bastante amplo, verdadeiros *standards* legais, assemelhando-se à figura penal dos ‘tipos abertos’, eis que a Instrução definiu os contornos de um conjunto de práticas que se deseja evitar, devendo a interpretação e a aplicação dessas normas serem feitas de acordo com as peculiaridades de cada caso concreto, dada a mutabilidade de tais práticas e o dinamismo próprio dos ilícitos econômicos.

Ademais, e considerando a especial relevância dos bens jurídicos ou valores tutelados pela vigência da norma, quais sejam, a confiabilidade, a transparência, a equidade ou, simplesmente, o funcionamento regular do mercado de valores mobiliários, a norma também prevê a possibilidade de punição agravada daqueles que, pelo seu comportamento, atentarem contra os interesses nela albergados”⁹.

⁹ Santos, Alexandre Pinheiro dos. Osório, Fábio Medina. Wellisch, Julya Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 108-110.

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 – Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva – Fls. 25 de 26

65. Observe-se que a ICVM 8/79 busca, a partir de tipos abertos, garantir que as operações no mercado de valores mobiliários ocorram com equidade, confiabilidade e transparência.

66. No caso concreto, verificamos que Rafael, enquanto operador, recebia ordens administradas dos clientes institucionais para negociação de estratégias com opções de Ibovespa, e ao ter conhecimento das operações pretendidas por esses clientes, interpunha as operações do operador e ora Defendente Francisco e sua irmã [REDACTED], de modo a favorecê-los indevidamente, em detrimento de determinados clientes institucionais da Corretora participantes das estratégias. Francisco, por sua vez, aproveitou-se das especificações fornecidas pelos clientes institucionais e dos terminais de negociação da Corretora para, em nome de sua irmã, executar operações do tipo *day trade*, colocando-a em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade, face a determinados clientes institucionais da Corretora que negociavam o mesmo ativo.

67. Os argumentos de defesas apresentados corroboram com os elementos de prova apresentados na Acusação e no Parecer SAM, podendo concluir que Francisco e Rafael praticaram, intencionalmente, a conduta vedada pela ICVM 8/79, inciso I, e definida no inciso II, alínea “d”.

3. CONCLUSÃO

68. Considerando o exposto, e pelas razões apresentadas acima, opinamos pela existência de descumprimento, pelos Defendentes, do inciso I, definido pelo inciso II, alínea d, da ICVM 8/79.

69. Sugerimos ao Conselho de Supervisão a aplicação de penalidade aos Defendentes, conforme disposto no artigo 36 da ICVM 461/07, no artigo 53 do Regulamento Processual da BSM e no artigo 30 do Estatuto Social da BSM.

h


Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015 - Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Silva- Fls. 26 de 26

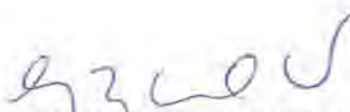
70. Para a dosimetria da pena eventualmente aplicada aos Defendentes, sugerimos que seja considerada a gravidade das irregularidades constatadas, que afetam a credibilidade, a confiança e integridade do mercado de valores mobiliários, ressaltando que a infração à ICVM 8/79 é grave, nos termos do seu inciso III e da Lei nº 6.385/1976.

71. Sugerimos, ainda, seja considerado que os Defendentes Rafael não possuem histórico de condenação definitiva em processos administrativos sancionadores nos âmbitos da BSM e da CVM.

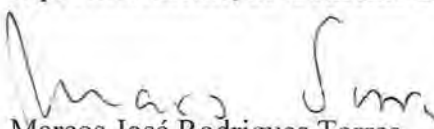
72. Submetemos nosso parecer à consideração superior.

São Paulo, 17 de maio de 2016.


Mariana Fonseca
Gerente Jurídica


Luiz Felipe Amaral Calabro
Superintendente Jurídico

De acordo com o parecer acima. Aos Defendentes para manifestação e, posteriormente, ao Conselho de Supervisão.


Marcos José Rodrigues Torres
Diretor de Autorregulação