

BSM - 3395/2016

À

BM&F Bovespa Supervisão de Mercados – BSM
Diretoria de Autoregulação

Rua XV de Novembro, 275, 8º andar, Centro
São Paulo, CEP 01013-001.



13.02.23/11/2016 08:08:11 BSM - BSM/ADM 5/6-PROTOMBO

Ref.: Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015

RAFAEL DAVIS LOPES SILVA, brasileiro, casado, operador de mesa, portador da cédula de identidade RG n.º [REDACTED]

[REDACTED]

vem, por seu advogado abaixo assinado, interpor

RECURSO AO PLENO DO CONSELHO DE SUPERVISÃO

Contra a r. Decisão de fls. 216/236, proferida pela Turma do Conselho de Supervisão da BSM, nos termos do parágrafo nono, do artigo 16, do Regulamento Processual da BSM, pelas razões de fato e de direito que passa a expor:

I – DA TEMPESTIVIDADE

1. Inicialmente, cumpre ressaltar que o Sr. Rafael Davis foi intimado em 09 de novembro de 2016 (quarta-feira), por meio do ofício "OF/BSM/SJUR/PAD-432/2016", para apresentação de recurso, no prazo de 15 (quinze) dias, contra a r. Decisão proferida pela Turma do Conselho de Supervisão da BSM, em sessão de julgamento realizada no dia 01 de setembro de 2016. Dessa forma, o termo *a quo* do prazo recursal é o dia 10 de novembro de 2016 (quinta-feira) e o seu termo *ad quem* é o dia 24 de novembro de 2016 (quinta-feira), eis que tempestivo o presente recurso.

[REDACTED]

[Handwritten signature]

13:53 23/11/2016 03:24:44 ESM/DAR

II – BREVE SÍNTESE DA CONTROVÉRSIA

2. Trata-se de recurso interposto contra a r. Decisão de fls. 216/236, proferida pela Turma do Conselho de Supervisão da BSM, em sessão de julgamento realizada no dia 01 de setembro de 2016, que condenou o Recorrente na penalidade de multa no valor de R\$50.000,00 (cinquenta mil reais), por entender configuradas as infrações aos incisos I e II, alínea “d” da Instrução CVM n.º 08/1979, combinado com o item 5.10.3 “e” do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa. Dessa forma, a r. Decisão de fls. 216/236 entendeu que a conduta adotada pelo Recorrente seria equiparada à prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

3. Contudo, será demonstrado adiante que a r. Decisão de fls. 216/236 merece ser reformada, do modo a absolver o Recorrente das supostas práticas não equitativas.

III – DO DIREITO

A) ELEMENTOS CARACTERIZADORES DA PRÁTICA NÃO EQUITATIVA:

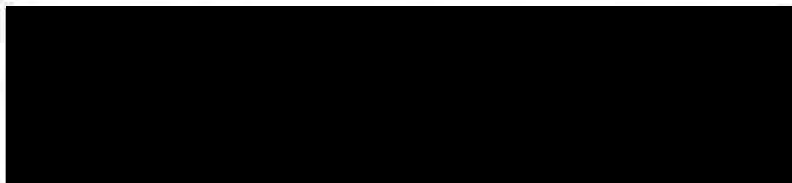
4. A prática não equitativa no mercado de capitais é definida pela Instrução CVM n.º 08/1979 como:

“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. Nas palavras de Nelson Eizirik *et al*¹, é imprescindível para a ocorrência de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários a prova cabal da existência, cumulativa, dos seguintes elementos caracterizadores:

- a) “a realização efetiva de operações ou negócios no mercado de valores mobiliários;
- b) Das quais resulte uma posição de desigualdade, de desequilíbrio, para uma das partes da operação;
- c) Sendo tal desequilíbrio indevido, isto é, ilegal;
- d) Ficando demonstrado que a parte em posição de desequilíbrio sofreu um dano, em contrapartida ao benefício auferido pelo infrator.
- e) Presente o dolo específico do infrator.”

¹ Nelson Eizirik *et al.*, Mercado de Capitais – regime jurídico, 3a ed. Revista e ampliada – Rio de Janeiro; Renovar; 2011, p. 553



6. Ocorre que, conforme veremos nessa peça recursal, com a exceção do item "a" acima indicado, nenhum dos demais elementos caracterizadores da prática não equitativa foram encontradas nas condutas do Sr. Rafael Davis que, de forma alguma, teve a mera intenção de participar de qualquer ato que pudesse violar as práticas contidas nos itens I e II, alínea "d" da ICVM nº 08/1979, no item 5.10.3, alínea "e", do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa, tampouco auferir para si ou para outrem qualquer tipo de benefício em razão das condutas objeto de análise neste Processo Administrativo.

B) DO EQUILÍBRIO DA OPERAÇÃO E DA AUSÊNCIA DE PROVAS AOS SEGUINTE REQUISITOS: DESIGUALDADE E DESEQUILÍBRIO

7. A fim de notar a ausência de um dos elementos caracterizadores das práticas não equitativas, chama-se atenção ao fato de que as operações foram realizadas em atendimento às condições financeiras dos clientes institucionais, em perfeita igualdade e equilíbrio entre as partes compradora e vendedora. Por sinal, esta é outra razão pela qual o Recorrente nunca poderia reparar qualquer irregularidade nas ordens que lhe haviam sido transmitidas.

8. O Fundo [REDACTED], cliente institucional que, segundo a r. decisão recorrida, teria se prejudicado com as ordens realizadas através do terminal do Recorrente, nunca prestou qualquer queixa ou crítica à Corretora quanto a este assunto. O suposto "prejuízo" sequer foi relatado pelo Fundo [REDACTED], justamente por ter entendido que as operações ocorreram dentro da normalidade.

9. Ou seja, independente de todo o alegado por esta D. BSM, ainda que as ordens do Fundo [REDACTED] fossem do tipo administrada, todas as operações foram feitas dentro da legalidade e da capacidade financeira de cada cliente, em perfeito equilíbrio econômico e dentro dos parâmetros de preço que são fixados pela própria Bolsa de Valores.

10. Nesse sentido, mesmo que o Sr. Francisco tenha transmitido ordens com caráter de eventual prática não equitativa, quando estas foram recebidas pelo Recorrente, tais ordens lhe conferiram a percepção de um aspecto de legalidade, uma vez que este não poderia ter conhecimento das ordens dadas pelos clientes institucionais, já que estas eram repassadas exclusivamente para o Sr. Francisco.

11. Tanto é verdade, que no Relatório de Investigação dos Fatos apresentado pela Corretora às fls. 60, em resposta ao Ofício BSM/DAR/GAM – 1758/2013 assegura de forma clara e cristalina que o Sr. Francisco participava do processo de decisão de negociação com os Clientes, vejamos:

- g. Conforme informado no Relatório de Investigação (doc.01), o Sr. Francisco Sampaio Cardoso, agente autônomo de investimento vinculado à [REDACTED] participava do processo de decisão de negociação da Cliente;

[REDACTED]

CS

12. Ato contínuo, a Corretora também assevera o seguinte às fls. 63, *in verbis*:

O contato com a Cliente sempre foi feito pelo Sr. Francisco, ainda que parte das operações tenham sido executadas pelo Sr. Rafael Davis e uma delas pelo Sr. [REDACTED] ambos operadores vinculados à [REDACTED] à época das respectivas operações.

13. Ademais, a própria Corretora ainda em resposta ao Ofício BSM/DAR/GAM/1758/2013, asseverou em seu relatório de investigação às fls. 68/70, que **todas** as operações transmitidas pelo Recorrente foram feitas dentro da normalidade do mercado e foram compatíveis com a capacidade financeira e limite operacional, tanto da Sra. [REDACTED] como do Fundo [REDACTED]. Para fins de consulta, pedimos *vênia* para reproduzir abaixo os referidos trechos do relatório, já presentes nos autos:

OPERAÇÕES REALIZADAS POR FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO

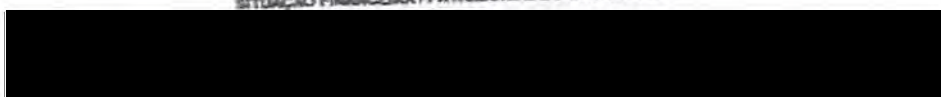
ANÁLISE:

O cliente Fundo de Investimento Multimercado [REDACTED] abriu a conta no dia 08/10/2008. Sua ficha cadastral está atualizada.

Verificamos que no período de Janeiro a Setembro de 2013 o cliente encaminhou recursos compatíveis com a sua situação financeira patrimonial.

A situação financeira do cliente está descrita abaixo.

SITUAÇÃO FINANCEIRA / PATRIMONIAL DO INVESTIDOR



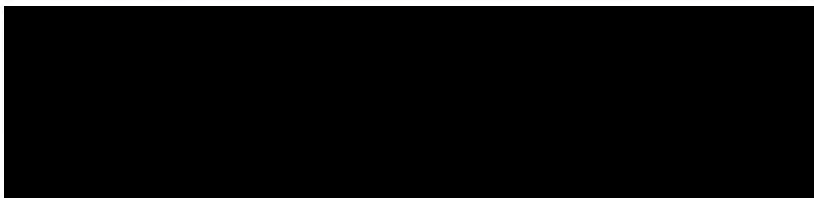
RÃO CLASSIFICADO		Valor Atual R\$
PI	CLASSIF. COM DÍGITO	37.588.754,40
	Totais	37.588.754,40

As operações realizadas pelo cliente estão compatíveis com o regulamento do fundo.

Os valores envolvidos nas operações também são compatíveis com a capacidade financeira do cliente.

CONCLUSÃO:

Este cliente, que é um Fundo de Investimento Multimercado, tem qualificação técnica, atividade econômica e capacidade financeira compatíveis com as operações realizadas.



14. Observe, ainda, que as únicas irregularidades encontradas Corretora [REDACTED] foram as seguintes:

II – IRREGULARIDADES IDENTIFICADAS

Durante a análise dos fatos, a [REDACTED] identificou as seguintes irregularidades:

- (a) operações realizadas sem que o cliente tivesse passado a ordem, conforme explicado no item “m” da Resposta ao Ofício;
- (b) indício de gestão de carteira feita pelo Sr. Francisco Sampaio Cardoso, considerando (i) a resposta encaminhada pela Cliente quando respondeu ao questionamento feito pela [REDACTED] (ii) o teor das gravações referentes às operações realizadas nos dias 11/06/2013 e (iii) o conteúdo da manifestação encaminhada pelo operador.
- (c) operações descritas na Tabela 2 infringiram o disposto no artigo 6º, VII da ICVM 301/99 ; e

III – CONCLUSÕES E MEDIDAS ADOTADAS

Após constatar que o Sr. Francisco cometeu diversas irregularidades, conforme disposto no item II acima, a [REDACTED] decidiu encerrar o vínculo com este agente autônomo de investimento e, para tanto, deu início aos procedimentos necessários.

15. Neste momento é necessário salientar que a Corretora, em momento algum, atribuiu qualquer responsabilidade ao Recorrente, tampouco questionou suas condutas, demonstrando que o mesmo sempre agiu de boa-fé e dentro dos padrões de um homem probo. Dessa forma, fica claro que o Recorrente não se aproveitou do fato de que as ordens do Fundo [REDACTED] eram de caráter administrada, nem mesmo tinha objetivos de assegurar ganhos para o Sr. Francisco e/ou para sua irmã [REDACTED]

16. Contudo, os autos deste procedimento, inclusive a r. decisão recorrida, teimam incessantemente em assumir, de maneira inquisitiva e sem fundamentos profundos, que o Recorrente executou operações com o ardil, deixando de executar as ordens do Fundo [REDACTED] supostamente objetivando ganhos para o Sr. Francisco.

17. Diante disso, torna-se evidente que não está comprovado nos autos do procedimento administrativo que o Fundo [REDACTED] ficou em posição de desequilíbrio e sofreu um dano, uma vez que todas as operações foram realizadas dentro da normalidade do mercado financeiro.



C) DA AUSÊNCIA DE DOLO DO SR. RAFAEL DAVIS

18. De acordo com a r. Decisão recorrida, o Sr. Rafael teria conhecimento das operações estruturadas pelo Sr. Francisco e, com o intuito de ajudá-lo, colaborou para a prática de atividades tipicamente conhecidas no mercado como “embonecamento” ou “*front running*”, vejamos:

19. A prática utilizada pelos Defendentes é conhecida como *front running*, triangulação ou embonecamento e é observada na hipótese em que operadores interpodem a carteira de um investidor (beneficiado) entre negócios de outros investidores (preteridos). Os operadores, cientes da estratégia de negociação de determinados clientes, compram ou vendem os mesmos ativos a preços mais vantajosos do que os negócios realizados por esses clientes, aproveitando-se das informações obtidas em razão da função desempenhada na corretora.

19. A ausência de comprovação de *animus*, requisito que pauta uma acusação ao Recorrente, representa um ponto já estressado exhaustivamente neste procedimento administrativo, cujo fulcro se baseia em meras suposições e fatos que não decorrem logicamente das conclusões.

20. Observe que para caracterizar a prática não equitativa, mostra-se necessária a comprovação de existência de dolo específico, tanto é verdade que os precedentes da CVM e da CRSFN são assentes em estabelecer a necessidade de haver tal modalidade de dolo. Neste sentido, apresentamos o sóbrio entendimento do Ilustríssimo Conselheiro do CRSFN Pedro Wilson Carrano, em sessão do dia 28.05.2007:

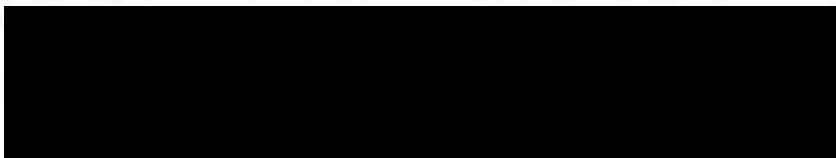
“(...) os autos não revelam a existência de dolo no comportamento dos indiciados, quando a Instrução CVM nº 08/79 exige a presença de tal elemento para que se configure a infração”² (Grifos nossos)

21. O entendimento é compartilhado pela CVM, como se pode ver através do voto de seu então presidente, Ilustríssimo Doutor Marcelo Trindade:

“No que se refere à Instrução 08/79, parece-me evidente que não se pode falar em simples negligência, para condenar-se algum agente com base naquela norma. Ou se está diante de dolo, ou ao menos, em meu pessoal entendimento, de culpa grave, equiparada ao dolo eventual, o que não é o caso, diante da aparência de legalidade dos documentos exibidos”³ (Grifos nossos)

² Acórdão 7950/07 do CRSFN, Cons. Rel. Pedro Wilson Carrano Albuquerque.

³ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 16/2002, julgado em 10.10.2006, Pres. Marcelo Trindade.



CS

22. Em relação à conduta do Recorrente, para que esta pudesse ser tipificada como prática não equitativa, seria preciso haver um dolo específico e dirigido por parte do Recorrente na produção do resultado lesivo e ilícito vedado pela norma, bem como um interesse de agir e vantagem patrimonial que não se denota dos fatos dos quais decorre o Processo Administrativo e a r. Decisão recorrida, o que exclui a possibilidade de configuração da prática não equitativa.

23. Em razão do grande grau de abertura do tipo “prática não equitativa”, o segundo problema se baseia no fato da norma supostamente violada⁴ ser extremamente vaga em relação à conduta do acusado, devendo a outra parte comprovar de forma inequívoca e que o Recorrente teria exercido de fato a prática proibida. Isso se dá porque o tipo em questão dá excessiva margem interpretativa, deixando em aberto dúvidas e conceitos indeterminados. Nesse sentido, cabe citar João Carlos Castellar, *in litteris*:

“Levando-se em conta que a instrução normativa em questão se identifica como um tipo de conduta proibida, ou seja, como um modelo de previsão abstrata de um determinado fato ocorrente no mercado de valores mobiliários que se quer proibir (e que contém importantes sanções atribuíveis àqueles que se conduzirem em desacordo com seu enunciado), deveria descrever com extrema precisão o comportamento proibido, pois, de acordo com Helly Lopes Meirelles, os atos administrativos normativos, entre os quais se incluem as instruções normativas editadas pela CVM “devem explicitar a norma legal a ser observada pela administração”, expressando “em minúcia o mandamento abstrato da lei”, de maneira a permitir ao administrado, que à luz da Constituição Federal é sujeito de direitos e não um mero súdito de que deva obediência incondicional ao Estado (art. 5º, LV), ter pleno conhecimento do que é permitido ou proibido”.⁵

24. A tipificação dessa norma já causa alvoroço e protestos reiterados na doutrina, especialmente considerando que a norma administrativa deveria estabelecer um padrão de complemento às normas penais em branco que tratam de crimes contra o mercado de capitais (art. 27-C da Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976). Assim, alvo de discussões incessantes acerca de uma eventual violação ao princípio da tipicidade, seria esperado que se estabelecesse uma mínima caracterização que levasse o julgador a crer que, sem sombra de dúvidas, o acusado cometeu o ato tipificado – o que não ocorre no caso do Recorrente em questão. Sobre a questão da tipificação, cabe citar Eizirik:

⁴ ICVM 08/79.

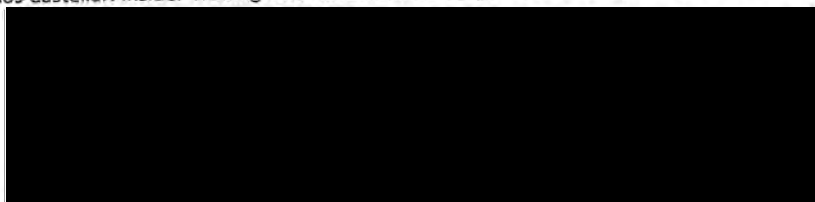
I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e 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 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 João Carlos Castellar. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*. Ed. Lumen Juris – Rio de Janeiro: 2008, p. 63



“Sem a precisa tipificação da conduta proibida, é impossível a aplicação de penalidade administrativas, uma vez que não se poderia exigir do acusado conduta diversa.”⁶ (Grifos nossos)

25. PENALIZAR UM INDIVÍDUO USANDO-SE DE ALEGAÇÕES VAGAS, SEM FULCRO PROBATÓRIO RAZOÁVEL E, AINDA POR CIMA, POR UMA PRÁTICA ESTABELECIDADA EM NORMA ADMINISTRATIVA IMPRECISA E DOTADA DE UMA VISÍVEL CARÊNCIA DE MINÚCIA SÉRIA ESTAPAFÚRDIO.

26. Isso porque, tal penalização significaria dizer que todos aqueles que atuam como mero recebedor de ordens, cujo trabalho, pela natureza da hierarquia dentro da instituição financeira e da falta de acessibilidade de todos os fatores relativos aos negócios firmados (principalmente quando só recebe ordens de seus superiores que mantém, com exclusividades, os contatos com os clientes institucionais), arcariam, portanto, com uma sensação de angústia permanente em razão da falta de segurança acerca da legalidade das ordens que apenas pode cumprir. Estariam assim sempre a mercê da mão pesada da punição estatal, vivendo debaixo de uma verdadeira espada de Dâmocles.

27. Assim, como se pode ver, em razão da tipificação de natureza extremamente vaga e que estabelece um padrão cujo grau de abstração é gigantesco, para que tal prática se caracterize, é necessário que a acusação, ao menos, estabeleça sem a menor sombra de dúvida, que o acusado cometeu tais atos, o que claramente não aconteceu!

D) DO NÃO AFERIMENTO DE QUAISQUER VANTAGENS FINANCEIRAS PELO SR. RAFAEL DAVIS

28. Embora nesse ponto esta conclusão já se mostre clara, é importante ressaltar que, como mostram os autos, o Recorrente não lucrou ou auferiu qualquer benefício em decorrência das negociações das quais participou, ou tampouco detinha algum interesse em prejudicar os clientes da corretora e/ou agir em prol do Sr. Francisco e de sua irmã, Sra. [REDACTED]

29. NOTE QUE TAL FATO, POR SI SÓ, JÁ É SUFICIENTE PARA AFASTAR QUALQUER ALEGAÇÃO DE QUE O REQUERENTE ATUOU COM DOLO.

30. Não fossem suficientes essas constatações, veremos a seguir diversos fundamentos que afastam a acusação de que o Recorrente teria agido em conluio e incorrido na prática da infração estabelecida no inciso II, “d” da IN 08/76 da CVM.

⁶ NELSON EIZIRIK, Reforma das S/A & do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 163.

31. A existência de aferição de benefício por parte do infrator é um dos elementos caracterizadores da prática não equitativa, conforme mostra Eizirik et al, já exposto ao bojo deste Recurso. Analisando as jurisprudências anexadas ao voto do Conselheiro-Relator, Sr. Marcus de Freitas Henriques, percebemos, inclusive, que os Processos Administrativos autuados em razão de supostas práticas não equitativas realizadas por infratores que não auferiram qualquer benefício diante dessas condutas são, no mínimo, raros.

32. Aliás, a existência de vantagem econômica obtida em decorrência do ilícito é tão importante que o seu montante é uma das bases para os critérios de determinação dos valores das multas a serem aplicadas, conforme dispõe o artigo 11, § 1º, II da Lei No. 6.385/1976. Um exemplo deste dispositivo sendo aplicado encontra-se em uma das jurisprudências citadas na r. Decisão agravada, conforme vemos abaixo.

"[...] Em 12.03.2015, a Turma do Conselho de Supervisão, composta pelos Conselheiros Aline de Menezes Santos Aragão (Relatora), Maria Cecilia Rossi e Wladimir Castelo Branco Castro, julgou o Processo Administrativo em referência, decidindo pela (i) condenação de Tito pelo uso de práticas não equitativas, em infração à Instrução CVM nº 8/1979, incisos I e II, "d". Decidiu, com base no artigo 30, inciso II, e §1º, inciso III, do Estatuto Social da BSM, pela aplicação de multa no valor de R\$ 40.600,00 (quarenta mil e seiscentos reais), equivalente a duas vezes o ganho por ele obtido nas operações realizadas. [...]"⁷

33. Assim, caem por terra os argumentos apresentados na r. Decisão recorrida, uma vez que ausente outro elemento caracterizador das práticas não equitativas, o **benefício econômico**, que nunca foi auferido pelo Recorrente.

E) OBEDIÊNCIA HIERÁRQUICA X PRINCÍPIO DA LEGALIDADE E EXCLUDENTE DE ILICITUDE

34. De acordo com a r. Decisão proferida pelo Ilmo. Conselheiro-Relator, em especial às fls.230, ele afirma que "o temor reverencial não afasta a responsabilidade [...], ainda que as ordens objeto da estratégia [...] tenham sido determinadas por um superior hierárquico".

35. Como embasamento de seu argumento acima apresentado, o Ilmo. Conselheiro-Relator cita um trecho do voto da Conselheira Aline de Menezes Santos, proferida no PAD 48/13, quando esta afirmou que "vínculo de subordinação algum pode justificar a prática de ilegalidades."

⁷ BSM - PAD 44/12

36. Contudo, tal afirmativa não é uma verdade absoluta, uma vez que é hipótese de exclusão de ilicitude a coação irresistível ou em estrita obediência a ordem, não manifestamente ilegal, nos termos do artigo 22 da Lei 2.848 de 07 de dezembro de 1940 ("Código Penal"), vejamos:

"Art. 22 - Se o fato é cometido sob coação irresistível ou em estrita obediência a ordem, não manifestamente ilegal, de superior hierárquico, só é punível o autor da coação ou da ordem."

37. Note que este tipo penal se aplica perfeitamente no caso em tela, pelas seguintes razões:

- (a) Em uma escala hierárquica dentro da Corretora [REDACTED], o Recorrente era funcionário subordinado ao Sr. Francisco;
- (b) O Sr. Francisco era o operador responsável pelo contato com os clientes institucionais;
- (c) As ordens dadas pelo Sr. Francisco ao Recorrente não eram manifestamente ilegais, tanto é verdade que a Corretora [REDACTED] não identificou nenhuma irregularidade nas condutas adotadas pelo Recorrente; e
- (d) O recorrente se submeteu a obedecer à ordem de um profissional superior hierarquicamente.

38. Em relação à obediência hierárquica a doutrina tem adotado o ensinamento de Juan Jimenez de Asúa⁸:

"o que age em obediência hierárquica acredita que a ordem é legítima, e por isso atua. Não se nos diga que quando a ordem vem de um superior dentro do círculo de suas atribuições e chega até o subordinado na forma requerida, o erro é invencível. Por ser dessa maneira é que se exclui totalmente a culpabilidade, já que, se não fosse assim, estaríamos na presença de um erro vencível que se imputa a título de culpa".

39. Conforme amplamente exposto acima, sabe-se que o Sr. Rafael não tinha conhecimento das especificidades das ordens transmitidas pelos clientes institucionais e que, em razão disso, não poderia perceber que a operação a qual foi ordenado a realizar tratava-se, na verdade, de possível prática não equitativa. Admitindo-se, por mero amor ao debate, que o Recorrente possuísse um mínimo de desconfiança em relação à referida operação, isso nunca seria o suficiente para configurar dolo, que é um dos elementos essenciais para aplicação da ICVM 08/79, pois estaríamos diante de uma conduta culposa, que não é alcançada pela norma em referência.

⁸ JIMENEZ DE ASSUA, Juan. Lecciones de derecho penal, pág. 274.

40. Ou seja, o animus, que se traduz na intenção de cometer as infrações administrativas da ICVM 08/76 deve estar impreterivelmente presente para que se tipifique a prática não equitativa no mercado de capitais. O QUE CLARAMENTE NÃO OCORRE NOS AUTOS!

41. Neste diapasão, se o superior dá a ordem (Sr. Francisco), nos limites de sua respectiva competência, revestindo-se ela das formalidades legais necessárias, o subalterno (Recorrente) ou presume a licitude da ordem (erro de fato) ou se sente impossibilitado de desobedecer ao funcionário de onde a ordem emanou (inexigibilidade da conduta). De uma forma ou de outra é incensurável o proceder do inferior hierárquico e, por essa razão, o fato praticado não é punível em relação a ele, como ensinou José Frederico Marques⁹.

42. Como regra, não cabe ao subordinado hierárquico o questionamento de ordens emanadas por seu superior, até mesmo porque, se assim fosse, traria um sentido contrário à própria hierarquia. Assim, temos que a obediência hierárquica nasce junto com a ordem, a manifestação da vontade do superior, e, de forma geral, deve ser respeitada. Caso contrário, o Recorrente estaria colocando em risco sua própria subsistência (e, possivelmente, a de outras pessoas), razão pela qual deve ser mais cauteloso para não perder o seu próprio emprego.

43. As ordens do Sr. Francisco transmitidas ao Sr. Rafael de forma alguma soavam ilegais, muito pelo contrário, pareciam perfeitamente em consonância com as intenções dos clientes e com o ordenamento jurídico. O Sr. Rafael, ao efetuar a operação jamais imaginou que poderia estar prejudicando um dos clientes institucionais da corretora.

44. Esse ponto se mostra ainda mais relevante quando vislumbramos o fato de que as ordens, mesmo sendo do tipo administradas e, por esta razão, dando maior flexibilidade ao operador na escolha dos preços, garantiram que todas as operações foram feitas dentro da legalidade e da capacidade financeira de cada cliente.

45. Diante destes fatos, não é forçoso afirmar que o Princípio da Legalidade é sim um dos princípios basilares do ordenamento jurídico e como tal deve ser protegido. No entanto, não podemos tratá-lo como absoluto, é necessário saber ponderar os valores envolvidos e até mesmo outros princípios como o da razoabilidade e o a proporcionalidade para então analisar-se o conflito.

46. Assim, seja pela ponderação, analogia ou pela simples lógica, não deve o Recorrente ser penalizado por obedecer a seu superior hierárquico diante de uma ordem em que o Recorrente não possuía meios de reconhecer a presença de qualquer ilegalidade.¹⁰

⁹ MARQUES, José Frederico. Tratado de direito penal, volume II, pág.235.

¹⁰ *On the one hand, cases and commentary seem to assume that an adviser will be held to a "reasonableness" or negligence standard in exercising its fiduciary function, the usual standard that applies in a claim of breach of duty of care.* (Lorna A. Schnase, BEST EXECUTION: Legal and Practical Considerations for Investment Advisers and Funds, 2013, p. 13, Disponível em: [http://www.40actlawyer.com/Articles/Best%20Execution%20\(Schnase%207-15-13\).pdf](http://www.40actlawyer.com/Articles/Best%20Execution%20(Schnase%207-15-13).pdf), visualizado em 15/06/2016)

47. Resta incontroverso que a atitude do Recorrente observou a melhor execução, uma vez que se encontrou dentro dos parâmetros de proporcionalidade no que se refere aos papéis que cada um exerce na cadeia hierárquica da instituição intermediária. Assim, para o Recorrente, que tão somente aplicava a ordem, a melhor execução consistia em realizar para o Sr. Francisco (seu superior hierárquico) a ordem dada de maneira célere e nos termos estritos que lhe era passado, tudo por acreditar que a ordem que lhe era transmitida pelo Sr. Francisco era de fato a ordem determinada pelos Clientes Institucionais. Esse entendimento é, como se pode ver, um corolário do próprio princípio da razoabilidade

48. Dessa forma, ocorrendo uma das causas excludentes de culpabilidade, que alguns chamam de dirimentes, exclui-se automaticamente a própria culpabilidade. Embora a conduta reprovável subsista, não sendo culpado o sujeito, leia-se Recorrente, o mesmo deve ser absolvido. Ou seja, o erro de proibição exclui a potencial consciência da antijuricidade.

F) "DOIS PESOS E DUAS MEDIDAS" E A BUSCA PELO "BODE EXPIATÓRIO"

49. No jargão popular a expressão "dois pesos e duas medidas" é utilizada para indicar um ato injusto, sem o uso de imparcialidade ou isenção de juízos pessoais e/ou de valores, para análise de uma determinada questão.

50. No caso em tela, não há dúvidas de que o Recorrente é a maior vítima deste processo administrativo, pois está tendo um tratamento diverso daquele que foi dado para a própria corretora [REDACTED] por exemplo.

51. Observe que o Recorrente, às fls. 82, apresentou petição para esta D. BSM afirmando que sua função era pegar as boletas com os operadores (leia-se Sr. Francisco) e registrar as operações respeitando os limites de preço que era imposto pela própria Bolsa de Valores, vejamos:

Também venho informar que no período em que trabalhei na corretora [REDACTED] citada no processo minha função era de cruzar todas as operações feitas pelos operadores, eu não tinha acesso a clientes nem a preços de opções, minha função era pegar as boletas com os operadores e registrar nos devidos sistemas, respeitando os limites de preço imposto pela bolsa.

52. A Corretora [REDACTED], às fls. 63, informa que o contato com os Clientes sempre foi feito pelo Sr. Francisco:

[REDACTED]

O contato com a Cliente sempre foi feito pelo Sr. Francisco, ainda que parte das operações tenham sido executadas pelo Sr. Rafael Davis e uma delas pelo Sr. [REDACTED], ambos operadores vinculados à [REDACTED] à época das respectivas operações.

53. A Corretora [REDACTED] às fls. 60, informa expressamente que o Sr. Francisco participava do processo de decisão e negociação com os Clientes. Note que, em momento algum, há indicação do nome do Recorrente:

- g. Conforme informado no Relatório de Investigação (doc.01), o Sr. Francisco Sampaio Cardoso, agente autônomo de investimento vinculado à [REDACTED] Investimentos, participava do processo de decisão de negociação da Cliente;

54. A Corretora [REDACTED] às fls. 69/70, também informa que não foram apuradas nenhuma irregularidade na conduta do Recorrente, em especial, nas operações de opção realizadas pelo Fundo [REDACTED]:

As operações realizadas pelo cliente estão compatíveis com o regulamento do fundo.

Os valores envolvidos nas operações também são compatíveis com a capacidade financeira do cliente.

CONCLUSÃO:

Este cliente, que é um Fundo de Investimento Multimercado, tem qualificação técnica, atividade econômica e capacidade financeira compatíveis com as operações realizadas.

55. Ainda nesta linha, há declaração expressa da Corretora [REDACTED] de que, dentre as operações executadas, somente foram encontradas irregularidades nas operações realizadas pelo Sr. Francisco, vejamos:

II – IRREGULARIDADES IDENTIFICADAS

Durante a análise dos fatos, a [REDACTED] identificou as seguintes irregularidades:

- (a) operações realizadas sem que o cliente tivesse passado a ordem, conforme explicado no item "m" da Resposta ao Ofício;
- (b) indício de gestão de carteira feita pelo Sr. Francisco Sampaio Cardoso, considerando (i) a resposta encaminhada pela Cliente quando respondeu ao questionamento feito pela [REDACTED] (ii) o teor das gravações referentes às operações realizadas nos dias 11/06/2013 e (iii) o conteúdo da manifestação encaminhada pelo operador.
- (c) operações descritas na Tabela 2 infringiram o disposto no artigo 6º, VII da ICVM 301/99; e
- (d) falha aparentemente pontual e humana na área de risco da Corretora, que não identificou a irregularidade na operação da Tabela 2.

56. Diante das provas contidas nos autos, resta evidente que o Recorrente atuou estritamente dentro de seu dever legal, na medida em que registrou e transmitiu as ordens para o sistema de distribuição, exatamente como determinado pela norma supracitada e informada pelo Sr. Francisco, incumbido de receber as referidas ordens dos clientes institucionais. Assim, o Recorrente não possuía a competência para tomar as decisões de investimento em nome dos investidores institucionais, e, tampouco, possuía poderes para emitir as ordens e/ou questioná-las, tendo em vista que esta atuação caracterizaria serviço de administração de carteira de valores mobiliários, expressamente vedada nos termos do inciso IV do artigo 13 da ICVM 497/11

57. Assim, o Recorrente não poderia, em razão do cargo que exercia, realizar qualquer discricionariedade na condução de estratégias, emissão de ordens e/ou quiçá influenciá-las, sendo totalmente descabida, *data máxima vênia*, a condenação imposta ao mesmo.

58. Por outro lado, a Corretora [REDACTED] declarou expressamente em seu Relatório de Investigação dos Fatos que houve uma falha na área de risco da própria Corretora e, por isso, não identificou a irregularidade nas operações de *Day Trade* realizadas pelo Sr. Francisco.

59. Não só isso, mesmo após informar para esta D. BSM, através dos Ofícios OF/BSM/DAR/GAM – 276/2016; OF/BSM/DAR/GAM – 624/2012; PAD 29/08 e PAD 55/2012, que seu sistema de monitoramento de risco foi se aperfeiçoando ao longo do tempo, todas as supostas melhorias apontadas não foram suficientes para identificar as operações tidas como irregulares praticadas pelo Sr. Francisco, bem como não foram suficientes para fazer com que a Corretora tomasse as medidas que julgasse cabíveis, vejamos:

Com relação à irregularidade decorrente da não identificação, pela Corretora, da operação contida da Tabela 2, cumpre esclarecer o que o sistema de monitoramento de risco da [REDACTED] foi se aperfeiçoando ao longo do tempo, conforme informado à própria BSM quando da resposta aos Ofícios OF/BSM/DAR/GAM – 276/2009; OF/BSM/DAR/GAM – 624/2012; PAD 29/08 e PAD 55/2012.

Depois de todas as melhorias implementadas, operações como esta deveriam ter sido identificadas pela área de risco e encaminhadas ao Comitê de Compliance e Risco, para providências.

Em análise preliminar, conferimos que o sistema de risco da Corretora identificou esta operação, por uma falha humana na área de risco, estes negócios não foram comunicados ao Compliance e a Diretoria que, conseqüentemente, não puderam tomar as providências necessárias perante as autoridades competentes, a Cliente e ao próprio agente autônomo de investimento.

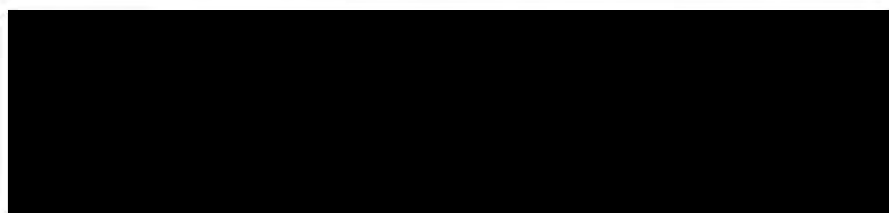
Constatada a falha, a [REDACTED] diligentemente (i) informou ao Coaf sobre a esta operação; e (ii) determinou a instalação de auditoria interna na área de risco da Corretora, especificamente na parte de controles de diretos. Assim que relatório da auditoria interna for entregue (expectativa de que seja entregue até o dia 14/11/2013), a [REDACTED] tomará as providências cabíveis para sanar quaisquer que tenham sido as falhas.

60. Observe que a Corretora [redacted] somente tomou as providencias após a notificação desta D. BSM. Diante disso, surgem as seguintes indagações:

- (a) Se existe prova inequívoca nos autos de que a conduta praticada pela Corretora [redacted] é reprovável sob a ótica da legislação infraconstitucional, por que a mesma não foi indiciada pela D. BSM e, conseqüentemente, condenada por seus atos?
- (b) Se existe prova inequívoca nos autos de que o Recorrente atuou estritamente dentro de seu dever legal, como pôde ser condenado em primeira instância pela D. BSM?

61. Fica mais claro ainda a figura do jargão popular "dois pesos e duas medidas", quando comparadas as provas contidas nos autos e as suas conseqüências:

RECORRENTE		CORRETORA [redacted]	
Condutas	Conseqüências	Condutas	Conseqüências
O Recorrente era funcionário subordinado ao Sr. Francisco	Penalidade de multa no valor de R\$50.000,00, por infração ao inciso I, conforme definição do inciso II, alínea "d", da Instrução CVM 08/1979, combinado com o item 5.10.3 "e" do Regulamento de operações do Segmento Bovespa: Ações Futuro e Derivativos de Ações.	Omissão	Não é parte deste Procedimento Administrativo Ordinário e não responde e/ou respondeu a qualquer outro procedimento administrativo no âmbito das operações objeto deste recurso.
Sua função era pegar as boletas com os operadores (leia-se Sr. Francisco) e registrar as operações respeitando os limites de preço que eram impostos pela própria Bolsa de Valores		Atuação contrária ao dever de fidedignidade que deve pautar o aconselhamento e a intermediação de títulos e valores mobiliários	
O Recorrente não possuía contato com os clientes institucionais		Deixou de corrigir, quando da sua ocorrência, as irregularidades apontadas	
Cumpriu as ordens dadas por seu superior hierárquico.		Falta de comunicação com a BM&FBOVESPA sobre as operações	
Atuou dentro dos limites da legalidade e da capacidade econômica dos clientes institucionais.		Deixou de assegurar o tratamento justo e equitativo aos seus clientes	
Não agiu em conluio, tampouco com animus de cometer qualquer ato contrário a legislação.		Deixou de monitorar e prevenir de maneira eficaz as operações	



Handwritten signature

62. Evidentemente, a D. BSM não tratou de forma igualitária o Recorrente e a Corretora, na medida que ambos estavam, no âmbito de suas atribuições, conectados às operações objeto deste procedimento.

63. Neste momento deve-se destacar a outra figura do jargão popular, o famoso "bode expiatório", que é uma expressão usada para definir uma pessoa (Recorrente) sobre a qual recaem as culpas alheias, ou seja, quando alguém é acusado de um delito que não fez, ou que não foi o idealizador.

64. As provas produzidas nos autos são suficientes para provar que o Recorrente não participou e/ou teve a mera intenção de participar, de qualquer ato que pudesse violar as práticas contidas nos itens I e II, alínea "d", da ICVM n.º 08/1979, e item 5.10.3, alínea "e", do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa, mas mesmo assim ele foi condenado injustamente por uma conduta da qual ele não cometeu. Sem falar no fato de que não foram provados pela D. BSM a existência dos cinco elementos caracterizadores da prática não equitativa no mercado de capitais, nas condutas praticadas pelo Recorrente.

65. Dessa forma, não se justifica a condenação aplicada ao Recorrente e, sua manutenção, será a chancela de que o mesmo estará sendo condenado como "bode expiatório", de uma conduta da qual não cometeu e não foi o idealizador.

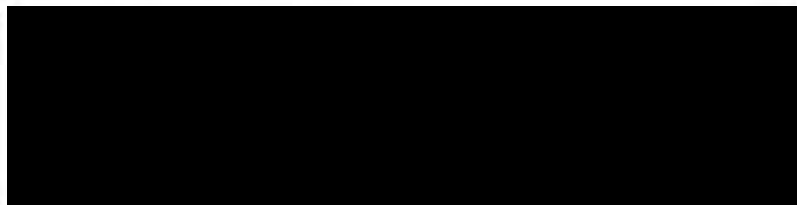
IV – DO PEDIDO ALTERNATIVO – AD ARGUMENTANDUM TANTUM

66. *Ad Argumentandum Tantum* e na remota hipótese deste D. Pleno do Conselho de Supervisão entender que a r. Decisão recorrida não deve ser reformada para absolver o Recorrente, deve-se levar em consideração a possibilidade de reforma da r. Decisão de modo a relativizar a penalidade aplicada ao Recorrente, com base nas provas produzidas nos autos e o acima exposto.

A) DA CONVERSÃO DA PENA DE MULTA PARA ADVERTÊNCIA

67. Como é notório, a Turma do Conselho de Supervisão desta D. BSM decidiu, por unanimidade, aplicar uma pena de multa ao Recorrente no valor de R\$50.000,00 (cinquenta mil reais). Conforme já demonstrado, o Recorrente nunca agiu com a intenção de promover qualquer prática não equitativa, muito menos teve a intenção de prejudicar qualquer cliente institucional da Corretora [REDACTED] tampouco beneficiar terceiros.

68. Admitindo-se a remota hipótese, meramente argumentativa, na manutenção da condenação do Recorrente, alguns elementos atenuantes devem ser levados em consideração para a dosimetria da pena, que no caso em tela são:





- (a) Primariedade do Recorrente;
- (b) Capacidade econômica/financeira do Recorrente;
- (c) Proporcionalidade da pena à conduta do Recorrente;
- (d) O fato de que a multa deve ser aplicada sobre o montante da vantagem econômica obtida pelo agente (§1º, do artigo 11, da Lei 6.385/1976); e
- (e) O fato do Recorrente não ter obtido vantagem econômica.

69. Contudo, ao aplicar a pena de multa, verifica-se que os elementos acima indicados não foram devidamente avaliados pelo Ilmo. Conselheiro-Relator na r. Decisão recorrida, razão pela qual a pena de multa é desproporcional à conduta do Recorrente.

70. Destaca-se, ainda, que em razão da grave crise financeira que assola o país, em especial o mercado financeiro, bem como a modalidade de trabalho executado pelo Requerente no mercado financeiro, o Recorrente não terá capacidade econômica/financeira para cumprir a pena de multa que lhe foi desproporcionalmente aplicada. Além disso, na sociedade em que vivemos, raríssimas pessoas (que não é o caso do Recorrente) possuem capacidade econômica para dispor de R\$50.000,00 (cinquenta mil reais).

71. *Data vênia*, a penalidade de multa não deveria ter sido aplicada, mas sim a pena de advertência contida no inciso I, do artigo 11, da Lei 6.385/1976, que é a mais apropriada para o caso.

B) DA REDUÇÃO DA PENA DE MULTA

72. Não obstante toda a argumentação acima despendida, levando-se em consideração a ausência de dolo específico do Recorrente, o fato de que este não auferiu qualquer vantagem econômica com as condutas ora objeto deste Processo e, especialmente, a primariedade do Recorrente que nunca antes havia sido acusado de qualquer prática ilegal por esta BSM, caso a Turma do Conselho de Supervisão entenda que não deve ser aplicada a pena de advertência, solicita-se uma redução no valor da multa aplicada, uma vez que sua fixação encontra-se demasiadamente desarrazoada e desproporcional.

73. Neste ponto, cumpre ressaltar as palavras da ilustre doutrinadora Maria Sylvania Zanella di Pietro:

“O princípio da razoabilidade exige dentre outras coisas, proporcionalidade entre os meios que se utiliza da Administração e os fins que ela tem que alcançar. E essa proporcionalidade deve ser medida não pelos critérios pessoais do administrador, mas segundo padrões comuns na sociedade em que vive [...]”¹¹

¹¹ DI PIETRO, Maria Sylvania Zanella. Direito Administrativo – 13ª edição - São Paulo: Atlas, 2001, p. 80

74. Não obstante o acima exposto, o princípio da razoabilidade tem que ter fundamento em critérios racionais que se enquadram no senso comum, de forma a coibir excessos com afronta aos direitos fundamentais. O que parece ocorrer no caso em tela.

75. Implícito na Constituição Federal de 1988, o princípio da razoabilidade vem sendo cada vez mais aplicado pela doutrina e pelos E. Tribunais de Justiça do nosso país. A proporcionalidade impõe ao administrador estabelecer uma relação adequada entre um ou vários fins determinados e os meios que são levados a cabo. São três os elementos ou subprincípios que compõem o princípio da proporcionalidade: (i) a pertinência ou aptidão; (ii) a necessidade; e (iii) a proporcionalidade em sentido estrito.

76. O primeiro elemento é a pertinência que analisa se o meio usado é o certo a ser empregado para o interesse público. É necessário que se possa alcançar o fim desejado.

77. Por necessidade, segundo elemento da proporcionalidade, entende-se que a medida não pode exceder os limites indispensáveis à conservação do fim legítimo que se almeja.

78. A proporcionalidade em sentido estrito, último elemento ou subprincípio da proporcionalidade, é aquele utilizado pelo administrador para sopesar o ônus imposto ao cidadão e o benefício trazido pelo mesmo.

79. Sendo a sanção administrativa um ato que emana da Administração Pública e estando esta submetida à estrita legalidade, o valor da multa imposta por infração administrativa deve se submeter ao princípio da legalidade. O princípio da proporcionalidade deriva do princípio da legalidade e, por isso, a multa aplicada deve ser compatível à infração cometida, sob pena de se macular de ilegalidade.

80. Nesse sentido, uma vez que sua fixação se encontra demasiadamente desarrazoada e desproporcional, mostra-se imprescindível a redução do valor aplicado como pena de multa, evitando-se a mácula de sua ilegalidade.

V – PEDIDOS

81. Ante o exposto, espera e o confia o Recorrente que esta D. Pleno do Conselho de Supervisão da BSM conhecerá do recurso e concederá efeito suspensivo ao mesmo, para ao final dar provimento ao mesmo e reformar a r. decisão combatida, cancelando a multa aplicada e absolvendo o Sr. Rafael Davis das condenações que lhe são imputadas, nos termos dos itens I e II, alínea "d", da Instrução CVM n.º 08 de 08 de outubro de 1979, e alterações posteriores ("ICVM 08/79"), e do item 5.10.3, alínea "e", do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa, em razão do acima exposto, bem como da ausência de três dos cinco elementos caracterizadores das práticas não equitativas, quais sejam: (i) desigualdade, desequilíbrio e danos para uma das partes da operação; (ii) dolo específico do infrator; e (iii) benefício econômico auferido pelo infrator.



82. Alternativamente, caso este não seja o entendimento deste D. Pleno do Conselho de Supervisão da BSM, que seja reformada a r. decisão recorrida para conversão da pena de multa para pena de advertência contida no inciso I, do artigo 11, da Lei 6.385/1976, que é a mais apropriada para o caso.

83. Caso este também não seja o entendimento deste D. Pleno do Conselho de Supervisão da BSM, requer-se, alternativamente, a redução da pena de multa aplicada, para patamares razoáveis e condizentes com a capacidade econômica do Recorrente, evitando-se a mácula de sua ilegalidade.

Termos em que,
Pede deferimento.
São Paulo, 23 de novembro de 2016.

Gabriel Vidal Corbage

Renata Mendes Borges