

**BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS - BSM**

**CONSELHO DE SUPERVISÃO**

**PLENO**

**CONSELHEIRO - RELATOR: HENRIQUE DE REZENDE VERGARA**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO ORDINÁRIO Nº14/2015**

**RECORRENTES: RAFAEL DAVIS LOPES SILVA E FRANCISCO SAMPAIO CARDOSO**

**RELATÓRIO**

## **1. INTRODUÇÃO**

1. O presente recurso foi interposto em face da decisão proferida pela Turma do Conselho de Supervisão (“Turma”), composta pelos Conselheiros Marcus de Freitas Henriques (Relator), Carlos Eduardo da Silva Monteiro e Wladimir Castelo Branco Castro, que condenou Francisco Sampaio Cardoso (“Francisco”) e Rafael Davis Lopes (“Rafael”, em conjunto com Francisco denominados “Recorrentes”) à pena de multa nos valores de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais) e R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais), respectivamente, por descumprimento do inciso I, definido pelo inciso II, alínea d, da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários 8/79 (“ICVM 8/79”) e ao item 5.10.3, alínea “e”, do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa.



Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015  
Recorrentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes  
Julgamento Pleno – Relatório – Fls. 2 de 13

## 2. HISTÓRICO DO PROCESSO

2. Por economia processual, adoto o Relatório elaborado pelo Conselheiro Relator da Turma acostado às fls. 188/204 dos autos, no que se refere aos fatos e ao histórico do processo até o julgamento da Turma, prosseguindo aqui com o relato dos fundamentos da decisão recorrida e dos recursos apresentados pelos Recorrentes.

## 3. DECISÃO RECORRIDA

3. A decisão recorrida entendeu pela configuração do uso de práticas não equitativas, em infração à ICVM 8/79, inciso I, conceituado pelo inciso II, alínea “d”, e ao Regulamento de Operações do Segmento Bovespa, item 5.10.3.e. Os clientes beneficiados, Francisco e sua irmã [REDACTED], executavam negócios a preços mais vantajosos do que os preços dos negócios de clientes institucionais da [REDACTED] (“Corretora”), a partir da interposição de suas operações entre os negócios destes clientes institucionais.

4. Isso teria sido possível porque Rafael e Francisco, na qualidade de operadores da Corretora, (a) conheciam a estratégia de negociação dos clientes institucionais e porque (b) as ordens que deram origem aos negócios desses clientes institucionais eram do tipo administrada e, dessa forma, permitiam aos operadores determinar o preço e o momento da execução das operações.

### 3.1. Rafael

5. Com relação à responsabilização de Rafael, segundo a decisão recorrida, apesar de Rafael alegar que teria executado as operações na forma determinada por Francisco, seu superior hierárquico (fls. 230), o que se qualificaria como temor





Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015  
Recorrentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes  
Julgamento Pleno – Relatório – Fls. 3 de 13

reverencial, tal fato não afasta sua responsabilidade, pois, ainda que as operações fossem ordenadas por Francisco, os comandos da ICVM 8/79 e do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa se sobrepõem às ordens de seu superior hierárquico e deveriam ter sido observados por Rafael.

6. Da mesma forma, a decisão recorrida entendeu que a alegação de que Rafael era “ponta de mesa e mero aplicador de ordens” (fl. 231) não é capaz de afastar sua responsabilidade.

7. De acordo com a decisão recorrida, Rafael executou operações irregulares, cujo resultado foi a preterição dos clientes institucionais por ele atendidos em benefício de Francisco e de sua irmã [REDACTED]. A decisão destaca que Rafael era a pessoa responsável por decidir o momento e o preço de execução das ordens administradas dos clientes institucionais da Corretora que figuraram na contraparte das operações de Francisco e [REDACTED] e que foram preteridos. A análise dos horários e dos preços das operações executadas por Rafael demonstrou sua ciência a respeito do favorecimento de preços nos negócios executados em nome de Francisco e de [REDACTED] em detrimento dos demais clientes institucionais.

8. Diante disso, a decisão recorrida entendeu que Rafael estava ciente de que favorecia Francisco, pessoa vinculada à Corretora, e sua irmã [REDACTED] em detrimento dos clientes institucionais, para quem também executou as operações, e o fez conscientemente.

9. Nesse sentido, considerando a gravidade da infração e a participação de Rafael para a consecução da irregularidade, assim como sua primariedade, a Turma decidiu pela sua condenação à 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 nº 08/1979, combinado com o item 5.10.3.e do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa.

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015  
Recorrentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes  
Julgamento Pleno – Relatório – Fls. 4 de 13

### 3.2. Francisco

10. A decisão recorrida apresentou o entendimento de que Francisco foi responsável por executar dois *day trades* em benefício de [REDACTED] utilizando-se de práticas não equitativas, além de ter sido o beneficiário direto de duas estratégias executadas por Rafael também com a utilização de práticas não equitativas.

11. De acordo com a decisão recorrida, os dois *day trades* foram executados por Francisco por meio de ordens administradas para [REDACTED], Fundo [REDACTED] e [REDACTED], tendo Francisco colocado [REDACTED] em posição vantajosa em relação aos clientes institucionais da Corretora, o que corrobora o entendimento de que o propósito de Francisco era conferir vantagem a sua irmã, decorrendo daí sua responsabilidade.

12. Com relação às alegações de suposto erro operacional e necessidade de ajustes para compensá-los apresentadas por Francisco, a decisão recorrida apontou que a análise dos autos não permitiria concluir que as operações objeto do processo consistiram em ajustes, o que, de qualquer forma, não afastaria a irregularidade. Em todas as situações em que Francisco executou negócios em nome de [REDACTED], fosse na abertura ou no fechamento da estratégia, o [REDACTED] sempre realizou negócio a pior preço.

13. De acordo com a decisão recorrida, Francisco recebeu as ordens dos clientes institucionais que foram contraparte nos *day trades* realizados em nome de [REDACTED], conforme documento de fls. 50/51 dos autos. Concluiu a decisão recorrida que Francisco era a pessoa que realizava o contato com os investidores e, a partir do conhecimento da estratégia de negócio desses clientes, realizou os *day trades* para beneficiar sua irmã.

14. Ainda nesse sentido, a decisão recorrida ressaltou que, em todos os negócios objeto do processo, houve o favorecimento de [REDACTED] em detrimento de clientes institucionais da Corretora. Esse fato somado às demais provas produzidas no processo levaram à conclusão pela inverossimilhança da alegação de Francisco.





Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015  
Recorrentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes  
Julgamento Pleno – Relatório – Fls. 5 de 13

15. Diante destes fatos, a Turma concluiu que Francisco, executor dos *day trades* realizados em nome de [REDACTED], utilizou-se de práticas não equitativas nos *day trades* objeto deste processo administrativo. Nesse sentido, considerando a gravidade da infração, a participação de Francisco para a consecução da irregularidade, assim como sua primariedade, a Turma decidiu pela sua condenação à penalidade de multa no valor de R\$ 250.000,00, por entenderem configuradas as infrações ao inciso I, conforme definição do inciso II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979, combinado com o item 5.10.3 “e” do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa.

16. O Conselheiro membro da Turma, Carlos Eduardo da Silva Monteiro, declarou voto, no qual registrou a intempestividade da defesa de Francisco, motivo pelo qual não a levou em conta. Observou que mesmo que a admitisse sua decisão seria idêntica.

#### 4. RECURSOS APRESENTADOS

17. Os Recorrentes foram regularmente notificados e se opuseram à decisão recorrida. Os recursos foram apresentados separadamente, sendo ambos tempestivos.

##### 4.1. Rafael

18. Em seu recurso de fls. 241/259, apresentado, tempestivamente, em 23.11.2016, Rafael alega, em síntese, que:

- (i) Para a caracterização de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários, seria imprescindível a prova cabal da existência, cumulativa, dos seguintes elementos: (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,



Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015  
Recorrentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes  
Julgamento Pleno – Relatório – Fls. 6 de 13

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”. De acordo com o recurso apresentado, com exceção do item “a”, nenhum dos demais elementos caracterizadores da prática não equitativa teriam sido encontrados nas condutas de Rafael, que, de forma alguma, teria tido a intenção de praticar qualquer ato que pudesse violar as normas que lhe foram imputadas, ou auferir para si ou para outrem qualquer tipo de benefício;

- (ii) As operações teriam sido realizadas em atendimento às condições financeiras dos clientes institucionais, em perfeita igualdade e equilíbrio entre as partes compradora e vendedora, sendo essa uma das razões pela qual Rafael nunca poderia ter reparado qualquer irregularidade nas ordens que lhe foram transmitidas;
- (iii) O Fundo [REDACTED] cliente que, segundo a decisão recorrida, teria sido prejudicado pelas operações praticadas, nunca teria prestado qualquer queixa ou crítica quanto ao assunto, justamente porque teria entendido que as operações ocorreram dentro da normalidade;
- (iv) Ainda que as ordens do Fundo [REDACTED] tenham sido do tipo administrada, todas as operações teriam sido feitas dentro da legalidade e da capacidade financeira de cada cliente, em perfeito equilíbrio econômico e dentro dos parâmetros de preço fixados pela própria Bolsa de Valores;





Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015  
Recorrentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes  
Julgamento Pleno – Relatório – Fls. 7 de 13

- (v) Mesmo que Francisco tenha transmitido ordens com caráter de eventual prática não equitativa, tais ordens teriam conferido à Rafael a percepção de um aspecto de legalidade, uma vez que este não tinha conhecimento das ordens dadas pelos clientes institucionais, que eram repassadas exclusivamente por Francisco;
- (vi) O próprio Relatório de Investigação dos fatos (fls. 60) apresentado pela Corretora teria assegurado que era Francisco quem participava do processo de decisão de negociação com os clientes da Corretora;
- (vii) A Corretora jamais teria atribuído qualquer responsabilidade à Rafael, tampouco questionado suas condutas;
- (viii) Não teria sido comprovado nos autos que o cliente Fundo [REDACTED] ficou em posição de desequilíbrio e sofreu dano, uma vez que as operações teriam sido realizadas dentro da normalidade do mercado financeiro;
- (ix) A tipificação da conduta de Rafael como prática não equitativa exigiria a comprovação de existência de dolo específico e dirigido de sua parte na produção de resultado lesivo e ilícito vedado pela norma, bem como interesse de agir e vantagem patrimonial que não se denota dos fatos, o que excluiria a possibilidade de configuração dessa irregularidade;
- (x) Em razão do grande grau de abertura do tipo “prática não equitativa”, seria necessária prova inequívoca de que o recorrente teria exercido de fato a prática proibida, pois o tipo em questão “dá excessiva margem interpretativa”;



Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015  
Recorrentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes  
Julgamento Pleno – Relatório – Fls. 8 de 13

- (xi) Rafael não teria lucrado ou auferido qualquer benefício em decorrência das negociações das quais participou, tampouco detinha algum interesse em prejudicar os clientes da Corretora ou agir em prol de Francisco ou sua irmã;
- (xii) A existência de vantagem econômica obtida em decorrência do ilícito seria tão importante para sua tipificação que o seu montante seria uma das bases para os critérios de determinação dos valores das multas a serem aplicadas. E nesse caso, não teria sido comprovada qualquer vantagem econômica por parte de Rafael;
- (xiii) O artigo 22 do Código Penal prevê como hipótese de exclusão de ilicitude o cometimento do fato sob coação irresistível ou em estrita obediência a ordem, não manifestamente ilegal, de superior hierárquico, sendo punível apenas o autor da ordem ou da coação. O recurso destaca, nesse sentido, que Rafael seria funcionário subordinado à Francisco e que suas ordens não seriam manifestamente ilegais, sendo que nem a Corretora teria identificado irregularidade nas condutas adotadas por Rafael;
- (xiv) Para Rafael, a quem caberia tão somente a aplicação das ordens, a melhor execução consistia em realizar para Francisco, seu superior hierárquico, a ordem dada de maneira célere e nos termos estritos que lhe eram passados, entendimento esse que seria corolário do próprio princípio da razoabilidade;






Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015  
Recorrentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes  
Julgamento Pleno – Relatório – Fls. 9 de 13

(xv) A Corretora teria declarado expressamente em seu Relatório de Investigação dos Fatos que houve falha na sua área de risco. Além disso, o seu sistema de monitoramento de risco, mesmo após as supostas melhorias reportadas à BSM ao longo do processo, não teria sido suficiente para identificar as operações tidas como irregulares praticadas por Francisco. Diante disso, o recorrente questiona o motivo pelo qual a Corretora não foi sequer indiciada pela BSM, entendendo que esse tratamento diferenciado para a Corretora representaria a figura do jargão popular “dois pesos e duas medidas”. Ainda nesse sentido, o recurso apresentou um quadro comparativo entre as supostas irregularidades cometidas pela Corretora e por Rafael, com a indicação das consequências aplicadas pela BSM a cada um (fls. 255), argumentando em seguida que não houve tratamento igualitário.

19. Diante dos argumentos acima elencados, Rafael solicita que:

- (i) O Pleno do Conselho de Supervisão da BSM dê provimento ao recurso, reformando a decisão recorrida, com a sua absolvição;
- (ii) Subsidiariamente, caso não seja esse o entendimento, que seja reformada a 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 seria mais apropriada ao caso;
- (iii) Caso este também não seja o entendimento, seja reduzida a penalidade de multa aplicada para patamares mais condizentes com a capacidade econômica do recorrente.



Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015  
Recorrentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes  
Julgamento Pleno – Relatório – Fls. 10 de 13

**4.2. Francisco**

20. Em seu recurso de fls. 260/271, apresentado, tempestivamente, em 24.11.2016, Francisco alega, em síntese, que:

- (i) Possui reputação ilibada, sendo que nunca teria respondido a nenhum processo administrativo perante os órgãos de regulação competentes;
- (ii) Sempre teria agido em conformidade com as regras e parâmetros de atuação estabelecidos pela Corretora, que teriam sido previamente submetidos à aprovação das bolsas, não havendo qualquer menção ou prova de que teria deixado de realizar suas funções dentro de todas as normas técnicas aplicáveis às operações realizadas;
- (iii) A avaliação de algumas poucas operações não justificaria a conclusão de que se trataram de transações atípicas, principalmente pelo fato de terem envolvido um baixo volume financeiro e a vantagem econômica auferida ter sido irrisória, o que denotaria a inexistência de conduta típica;
- (iv) Em razão das diferenças existentes entre a dinâmica do mercado de balcão e a dinâmica do mercado de tela de negociação, costumeiramente ocorria registro das operações com atraso de algumas horas;
- (v) Em todos os momentos que teria operado para si e/ou em favor de sua cliente [REDACTED], o teria feito por meio do melhor preço de mercado, o que seria comprovado por telefonia gravada da Corretora, que demonstraria que a “cotação” dos demais clientes naquele instante da execução seria inferior ao preço praticado por [REDACTED] ou por ele próprio;





Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015  
Recorrentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes  
Julgamento Pleno – Relatório – Fls. 11 de 13

- (vi) A acusação de que os preços teriam sido negociados em valores diferentes careceria de fundamento, pois o momento em que as operações são registradas na bolsa seria distinto do momento em que são negociadas no mercado de opções da Bovespa;
- (vii) Em um prazo de 5 a 30 minutos, a referência de preço oscilaria dezenas de vezes, o que faria com que o preço da opção também oscilasse. Por esse motivo, muitas vezes operações negociadas no mesmo preço acabavam sendo registradas com preços distintos, em razão da interferência de outros participantes do mercado, seja por conta dos “novos robôs de volatilidade” ou outras corretoras tentando interferir no preço das opções;
- (viii) Todos os *day trades* mencionados no processo teriam tido a concordância das partes;
- (ix) As operações realizadas em 22.01.2016 e 26.02.2013 teriam sofrido erro operacional ou interferência ao serem registradas, não tendo sido possível realizar o ajuste da diferença nos próprios dias por meio de *day trades*, porque a contraparte era o próprio recorrente. O cliente envolvido teria sido informado sobre estas diferenças e concordado com o ajuste posterior;
- (x) As operações de 01.02.2013 e 28.02.2013 seriam os fechamentos das operações de 22.01.2013 e 26.02.2013, respectivamente, já ajustadas. O cliente envolvido teria sido informado e teria concordado com os ajustes realizados;

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015  
Recorrentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes  
Julgamento Pleno – Relatório – Fls. 12 de 13

- (xi) A operação realizada em 11.06.2013 teria decorrido de uma sugestão de Francisco para que [REDACTED] proporcionasse liquidez a uma operação para a qual o Fundo [REDACTED] não teria encontrado liquidez no mercado. Posteriormente, o próprio fundo teria pedido para que a operação fosse desfeita;
- (xii) A operação de 22.08.2013 decorreria do fato de [REDACTED] ter algum ajuste a receber e do cliente [REDACTED] ter algum ajuste a pagar por conta de erro operacional ou de interferência de alguma operação anterior não especificada por Francisco;
- (xiii) Ainda que restasse configurada a infração, a fixação de multa não seria compatível com a conduta do recorrente, pois os clientes supostamente prejudicados não fizeram questionamentos e, inclusive, concordaram de forma expressa com as operações realizadas. Além disso, deveria ter sido levada em consideração a capacidade econômica do recorrente na imposição de sanção pecuniária.

21. Diante dos argumentos acima elencados, Francisco solicita que:

- (i) Seja absolvido por ausência de conduta infratora típica;
- (ii) Subsidiariamente, seja substituída a pena de multa pecuniária pela aplicação de pena de advertência;
- (iii) Subsidiariamente aos pedidos (i) e (ii), seja substituída a pena de multa pecuniária por inabilitação temporária do direito de operar no mercado financeiro;





Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015  
Recorrentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes  
Julgamento Pleno – Relatório – Fls. 13 de 13

- (iv) Subsidiariamente aos pedidos (i), (ii) e (iii), seja a sanção pecuniária reduzida a valor razoável, levando-se em consideração a capacidade econômica do recorrente, arbitrando-se em valor não superior a R\$ 10.000,00 (dez mil reais).

22. Francisco protesta, ainda, pela produção de prova documental suplementar, testemunhal e a reprodução das gravações das ordens das operações objeto do processo administrativo, sob pena de cerceamento de defesa.

É o relatório.

São Paulo, 26 de dezembro de 2016.

  
Henrique de Rezende Vergara  
Conselheiro - Relator