

BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS - BSM

CONSELHO DE SUPERVISÃO

TURMA

CONSELHEIRO-RELATOR: MARCUS DE FREITAS HENRIQUES

**MEMBROS: CARLOS EDUARDO DA SILVA MONTEIRO E WLADIMIR CASTELO BRANCO
CASTRO**

PROCESSO ADMINISTRATIVO ORDINÁRIO Nº 14/2015

DEFENDENTES: FRANCISCO SAMPAIO CARDOSO E RAFAEL DAVIS LOPES

VOTO DO CONSELHEIRO-RELATOR

VOTO

1. Conforme descrito no Termo de Acusação, Francisco Sampaio Cardoso (“Francisco”) e Rafael Davis Lopes (“Rafael”) executaram operações no Segmento BM&F com o propósito de beneficiar Francisco e sua irmã, [REDACTED], em detrimento de clientes institucionais da [REDACTED] (“Corretora”).¹

I - Das operações executadas por Rafael

2. No pregão de 22.1.2013, Rafael executou a compra de 500 opções de venda de IBOVR48 e 500 opções de venda de IBOVR52.² No mesmo pregão, Rafael executou

² Os números 48, 50 e 52 referem-se ao preço de exercício da opção na data de seu vencimento.

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
 Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
 Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 2 de 17

a venda de 1.000 opções de venda de IBOVR50. Todos esses negócios foram realizados em nome de Francisco e geraram resultado positivo de R\$ 7.500,00, conforme se verifica da tabela abaixo (fl. 4):

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		131
12:34:14	IBOVR50	50	450,00	FRANCISCO	131	V	-1.000	450.000,00		131
12:36:19	IBOVR52	30	560,00	FRANCISCO	131	C	500	-280.000,00		131
							-	7.500,00		

Fonte: BM&FBOVESPA

3. Na forma como foi estruturada a operação, Francisco teria lucro independentemente da cotação do contrato de Ibovespa no dia de vencimento das opções: se o contrato de Ibovespa estivesse cotado ao preço de 1.000 pontos na data de vencimento das opções, Francisco poderia ser exercido na opção de venda (IBOVR50) (vender 1.000 contratos ao preço de 50.000 pontos) e exerceria as duas opções de compra (IBOVR48 e IBOVR52) (comprar 500 contratos ao preço de 48.000 pontos e comprar 500 contratos ao preço de 52.000 pontos), anulando as perdas e ganhos, tendo, ao final, resultado positivo de R\$ 7.500,00.

4. O resultado de Francisco seria de R\$ 7.500,00 em todas as cotações possíveis de Ibovespa, exceto quando a cotação do ativo oscilasse entre 49.000 e 51.000 pontos, hipótese em que Francisco obteria resultado positivo de até R\$ 507.500,00, como passo a explicar.

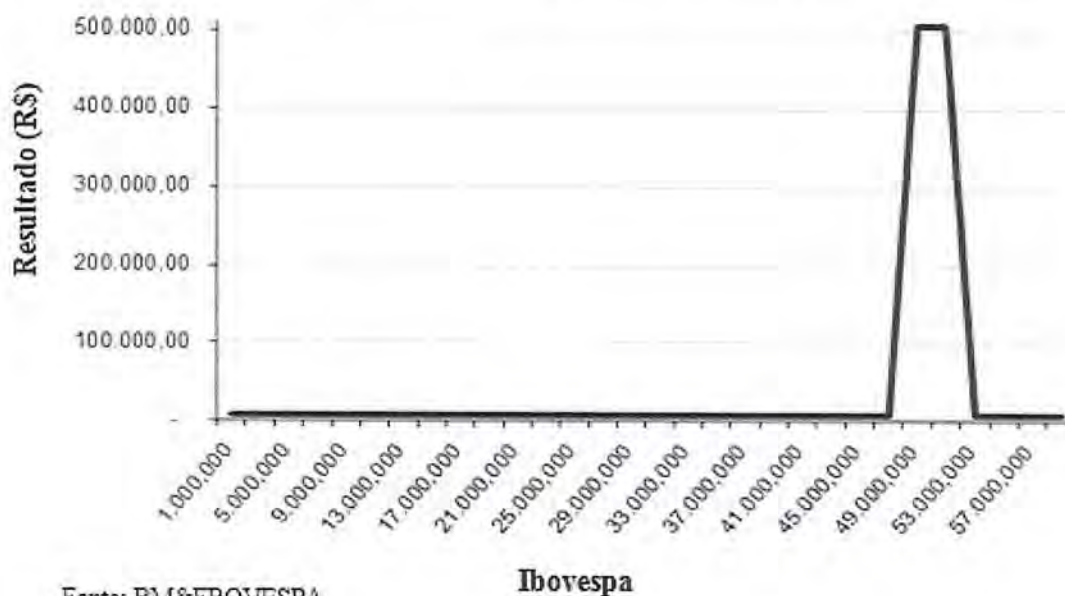
5. Se a cotação do contrato de Ibovespa atingisse 51.000 pontos, Francisco exerceria a opção de compra (IBOVR48) pelo preço de 48.000 pontos, vendendo o ativo a 51.000 pontos, e deixaria de exercer a opção de compra (IBOVR52) ao preço de 52.000 pontos. O exercício, pelo titular da opção de venda de contratos de Ibovespa, ao preço de 50.000 pontos, obrigaria Francisco a adquirir os contratos ao preço de 51.000 pontos e

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 3 de 17

entregá-los ao preço de 50.000 pontos. Assim, o resultado de Francisco nessa hipótese seria composto pelo ganho no exercício da opção de compra de 500 contratos ao preço de 48.000 pontos, pela perda ao ser exercido na opção de venda de 1.000 contratos ao preço de 50.000 pontos e pelo ganho de R\$ 7.500,00 decorrente da montagem da operação, que resultaria em R\$ 507.500,00.

6. O gráfico abaixo demonstra os possíveis resultados que seriam obtidos por Francisco após a montagem da estratégia descrita acima. Veja-se que, independentemente da cotação dos contratos de Ibovespa, o resultado mínimo que Francisco obteria seria de R\$ 7.500,00 positivos (fl. 5).

Gráfico 1 - Estratégia realizada por Francisco no pregão de 22.01.2013



Fonte: BM&FBOVESPA

7. A garantia de que o resultado mínimo de Francisco seria sempre de R\$ 7.500,00 decorreu do preço de venda das opções de venda de IBOVR50. Cada opção de venda de IBOVR50 foi vendida por Francisco ao [REDACTED] ao preço de

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
 Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
 Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 4 de 17

R\$ 450,00, que é R\$ 40,00 mais caro do que o preço dos demais negócios executados por Rafael, para os demais clientes, com o mesmo ativo e no mesmo pregão. A tabela abaixo demonstra que todos os clientes que atuavam com a mesma estratégia de Francisco tinham chance de prejuízo e de lucro, exceto Francisco, que apenas poderia ganhar, e exceto o [REDACTED], que apenas poderia perder (fl. 6).

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	Perder R\$ 260.000,00	
	Vender	IBOVR50	8000	410,00		
	Comprar	IBOVR52	4000	560,00	Lucrar R\$ 3.740.000,00	
	Vender	IBOVR48	2000	325,00	Perder R\$ 130.000,00	
	Comprar	IBOVR50	4000	410,00		
	Vender	IBOVR52	2000	560,00	Lucrar R\$ 1.870.000,00	
	Vender	IBOVR48	2000	325,00	Perder R\$ 130.000,00	
	Comprar	IBOVR50	4000	410,00		
	Vender	IBOVR52	2000	560,00	Lucrar R\$ 1.870.000,00	
	Vender	IBOVR48	500	325,00	Perder R\$ 7.500,00	
	Comprar	IBOVR50	1000	450,00	Perder R\$ 507.500,00	
	Vender	IBOVR52	500	560,00		
	FRANCISCO	Comprar	IBOVR48	500	325,00	Lucrar R\$ 7.500,00
		Vender	IBOVR50	1000	450,00	
Comprar		IBOVR52	500	560,00	Lucrar R\$ 507.500,00	
		Qtd Net	0			

Fonte: BM&FBOVESPA

8. Todos os negócios realizados pelos clientes atendidos por Rafael que atuavam com a mesma estratégia de Francisco, com o ativo IBOVR50, foram realizados ao preço de R\$ 410,00, exceto o negócio realizado por Francisco, conforme se verifica da tabela a seguir reproduzida (fl. 8):

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
 Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
 Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 5 de 17

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

Hora	Ativo	Nº Neg	Preço	Comprador	Term C	Qtde	Volume (R\$)	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	FRANCISCO	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

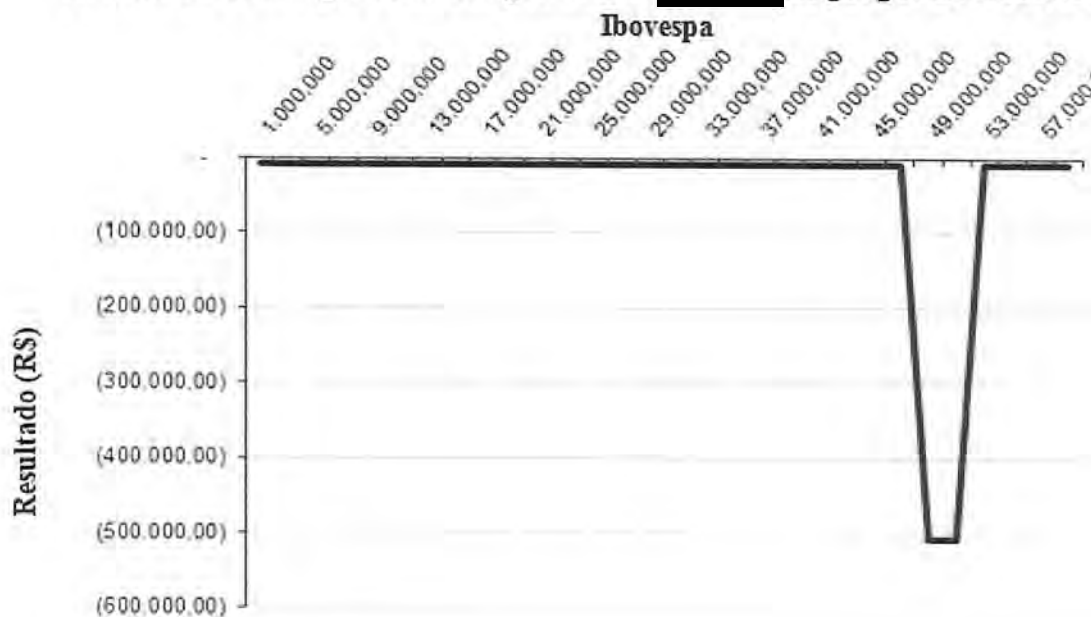
9. A definição do preço de venda a R\$ 450,00 foi determinante para que Francisco sempre obtivesse resultado positivo na estratégia, independentemente da cotação dos contratos de Ibovespa no dia do vencimento das opções.

10. O gráfico abaixo demonstra os resultados possíveis ao [REDACTED] após a montagem da posição. O prejuízo mínimo que o [REDACTED] teria seria de R\$ 7.500,00 e o prejuízo máximo seria de R\$ 507.500,00. Veja-se que o resultado do [REDACTED] era exatamente oposto ao resultado de Francisco. Ou seja, o [REDACTED] foi utilizado como contraparte para que a estratégia de Francisco fosse lucrativa (fl.

7);

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 6 de 17

Gráfico 3 - Estratégia realizada por Fundo [REDACTED] no pregão de 22.01.2013



Fonte: BM&FBOVESPA

11. A definição do preço e do momento de execução das operações realizadas em nome do [REDACTED] e demais clientes que negociavam a estratégia cabia aos operadores, tendo em vista que as ordens que suportaram essas operações eram do tipo administrada. Tais ordens deixam a critério do operador a definição do preço e o momento de execução da ordem.³

12. No pregão de 1.2.2013, Rafael desmontou a estratégia de Francisco, realizando operações inversas às realizadas em 22.1.2013, o que gerou resultado positivo de R\$ 140.000,00 a Francisco. A contraparte da operação desmontada também foi o [REDACTED] (fl. 9). A tabela abaixo discrimina os valores de encerramento da operação (fl. 9):

³ Item 12.2.1.c do Regulamento de operações do Segmento BOVESPA:

“c) ordem administrada - é aquela que especifica somente a quantidade e as características dos Ativos ou direitos a serem comprados ou vendidos, ficando a execução a critério da Sociedade Corretora;”

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
 Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
 Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 7 de 17

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

13. A abertura e o encerramento da posição contra o [REDACTED] gerou ganho de R\$ 147.500,00 a Francisco (fl. 9). Como exposto acima, esse ganho decorreu da definição do momento de execução, do preço e da contraparte dos negócios realizados por Francisco.

14. Em 26.2.2013, Rafael executou a mesma estratégia descrita acima para Francisco e [REDACTED] com os mesmos ativos. A venda de opções de venda de IBOVR50 foi realizada contra o [REDACTED], **a preço inferior ao negociado pelos demais clientes atendidos por Rafael na mesma estratégia.** Dessa vez, a estratégia foi montada, de forma idêntica, em nome de [REDACTED]. Os preços garantiram que Francisco e [REDACTED] tivessem o resultado mínimo de R\$ 5.000,00 cada um, independentemente da cotação dos contratos de Ibovespa no dia do vencimento das opções. Ou seja, tratava-se de uma operação de bolsa sem risco, pois em qualquer hipótese ela seria lucrativa.

15. Em 28.2.2013 e 5.3.2013, Francisco e [REDACTED], respectivamente, encerraram suas posições, fazendo a operação inversa daquela montada em 26.2.2013. O encerramento das posições foi realizado a preços melhores do que os preços de abertura. Cada um auferiu ganho de R\$ 40.000,00 nas operações de reversão, realizadas em 28.2.2013 e 5.3.2013 (fls. 9/14).

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 8 de 17

II - Das operações executadas por Francisco

16. Nos pregões de 11.6.2013 e 22.8.2013, Francisco executou 2 *day trades* em nome de [REDACTED], cujo resultado total foi de R\$ 25.500,00 em favor de sua irmã. O primeiro *day trade* foi aberto e encerrado contra o [REDACTED], sob a forma de negócio direto intencional, em um intervalo de 10 minutos, e gerou resultado positivo de R\$ 15.000,00 (fls. 14/15).

17. O segundo *day trade* foi interposto entre as operações de dois clientes institucionais, que negociavam opções de IBOVV38, IBOVV43 e IVOBV48 e gerou resultado de R\$ 10.500,00 à [REDACTED]. Os clientes [REDACTED] buscavam comprar e vender os mesmos ativos, sendo que a ordem emitida pelo [REDACTED] era limitada a um preço médio de compra, o que tornou possível que Francisco negociasse lotes de ativos para esse cliente a preços diferentes. O lote negociado entre o [REDACTED] e [REDACTED] teve preço pior do que os demais lotes negociados pelo investidor institucional naquele pregão. Francisco, assim, interpôs as operações em nome de [REDACTED] entre as operações dos clientes [REDACTED], comprando os ativos do [REDACTED] e os vendendo ao [REDACTED], observando o preço médio de compra estabelecido pelo [REDACTED] (fl. 16/18).

18. **O segundo *day trade* foi aberto e encerrado em um intervalo de 4 minutos, sendo que a diferença entre o preço de compra e de venda do ativo foi de aproximadamente 10%.** O spread de 10% e o curto intervalo de tempo entre a abertura e o fechamento do *day trade* corroboram o entendimento de que seu propósito era beneficiar [REDACTED] em detrimento dos clientes institucionais da Corretora. ✓

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 9 de 17

III - Da responsabilidade dos Defendentes

19. A prática utilizada pelos Defendentes é conhecida como *front running*, triangulação ou embonecamento e é observada na hipótese em que operadores interpõem 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.

20. Essa prática se caracteriza como não equitativa e é vedada pela ICVM 8/79, inciso I, conceituado pelo inciso II, alínea “d”, e pelo Regulamento de Operações do Segmento Bovespa: Ações Futuro e Derivativos de Ações, item 5.10.3.e, transcritos abaixo, respectivamente:

“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.”

“5.10.3 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;”

21. O uso de práticas não equitativas ocorreu a partir da execução das operações em nome de [REDACTED] e de Francisco entre os negócios realizados por clientes

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 10 de 17

institucionais da Corretora e a preços mais vantajosos do que os praticados em nome destes, de modo a assegurar ganho certo para [REDACTED] e Francisco, prejudicando os clientes institucionais envolvidos. Os clientes beneficiados executavam negócios a preços melhores do que os preços dos negócios dos clientes institucionais. Isso foi possível porque Rafael e Francisco (1) conheciam a estratégia de negociação dos clientes institucionais e porque (2) as ordens que deram origem aos negócios desses clientes institucionais eram do tipo administrada, as quais permitem aos operadores determinar o preço e o momento da execução das operações.

22. A BSM enfrentou questão semelhante no PAD 44/12, de relatoria da Conselheira Aline de Menezes Santos, julgado em 12.3.2015, oportunidade em que os envolvidos foram condenados por uso de prática não equitativa. Neste sentido, confira-se o trecho do voto:

“O Sr. Tito, sabedor dos preços pelos quais o X estava disposto a negociar as ditas opções sem liquidez - dado que esses preços, estimados com base nas metodologias e cálculos internos do X seriam diariamente informados pelo X à Y que então os repassaria à sua base de clientes, entre eles o Sr. Tito - comprava e vendia para sua carteira própria aqueles ativos, encerrando instantes depois sua posição em operação inversa à originalmente realizada, em negócios diretos tendo na outra ponta, na maior parte dos casos, o próprio X. (...)

embora o Sr. Tito não tenha tido nenhuma informação de preço, ou estimativa de preços, que não fosse pública, que lhe tivesse sido transmitida em confiança, ou da qual não poderia ter se apropriado, as características das operações questionadas evidenciam que o Sr. Tito sabia, pelo Sr. Laerte, do momento em que o X iria operar em mercado, como será demonstrado abaixo. A informação do momento em que o X colocaria as ordens não era de conhecimento do restante dos

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 11 de 17

investidores, de forma que o Sr. Tito efetivamente se beneficiou por ter tido acesso a ela.

O Sr. Tito colocava suas ordens e as fechava contra o mercado, e, minutos depois, o X entrava inserindo ordens no sentido oposto. Algumas vezes, as operações do Sr. Tito contra o mercado eram comandadas por ele próprio, por meio da porta que acessava como operador, a 31 O; outras vezes, era o Sr. Laerte quem executava as operações do Sr. Tito, nas pontas contra o mercado, e também do X nas operações deste contra o Sr. Tito.”⁴

23. A CVM também já se manifestou pela irregularidade dessa prática quando do julgamento do PAS CVM 22/94, em 15.4.2004, de relatoria do então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, confira-se o trecho do voto:

“Estas operações, conhecidas no mercado como embonecamento ou front running, ocorrem quando um investidor se antecipa e adquire as ações já detendo o conhecimento de que algum outro investidor irá adquirir estes papéis logo em seguida, o que possibilita ao primeiro comprador revendê-los por um preço maior, com a certeza de lucro.

Foi o que efetivamente aconteceu.

Não procede, a meu ver, a alegada falta de dolo dos agentes, apresentada nas defesas de Máxima CCVM Ltda. e Ricardo de Azevedo Marques Bellens Porto.

Por certo, as provas constantes dos autos não permitem concluir que os envolvidos tivessem agido por culpa. Ao conseguirem antecipar-se, sistematicamente, comprando ou vendendo, sempre a preços vantajosos, ações de investidores institucionais, atuaram com a

⁴ <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/pad-mrp/PAD-44.2012-Turma-Voto.pdf>

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 12 de 17

finalidade de aproveitar-se das informações de que dispunham e, com isso, obter lucro.

De tal sorte, vislumbro a plena adequação do tipo infracional ao caso concreto, pelo que entendo tenham Jair Nunes Batista, Jorge Marques Corrêa, José Expedito de Castro Braga, Máxima CCVM Ltda. e Ricardo de Azevedo Marques Bellens Porto realizado operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, na forma dos incisos I e II, alínea d da Instrução CVM nº 08/79 (...)⁵

24. Apesar de Rafael alegar que teria executado as operações na forma como determinada por Francisco, seu superior hierárquico (fls. 173/175), esclareço que tal fato não afasta sua responsabilidade. Ainda que as operações fossem ordenadas por Francisco, os comandos da ICVM 8/79 e do Regulamento de Operações do Segmento BM&F se sobrepõem às ordens de seu superior hierárquico e deveriam ter sido observados por Rafael.

25. A propósito, a Conselheira Aline de Menezes Santos, por ocasião do julgamento do PAD 48/13, esclareceu que o temor reverencial não afasta a responsabilidade administrativa de operadores em caso de preterição, ainda que as ordens objeto da estratégia que deu origem à preterição tenha sido determinada por um superior hierárquico:

“Ocorre, entretanto, que vínculo de subordinação algum pode justificar a prática de ilegalidades. O Sr. Vanderlei era operador certificado e registrado na BM&FBovespa, e como tal obrigado a conhecer e cumprir as vedações normativas, que são, na verdade, inerentes à sua atuação profissional. Os deveres profissionais, qualquer que seja a área de

5

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040415_PAS_2294.pdf

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 13 de 17

atuação, devem ser observados incondicionalmente não podendo ser deixados de lado apenas porque a direção das instituições o determine.”
(julgado em 21.5.2015)

26. Da mesma forma, a alegação de que Rafael era “ponta de mesa e mero aplicador de ordens” (fl. 173) não é capaz de afastar sua responsabilidade.

27. Rafael executou operações irregulares, cujo resultado foi a preterição dos clientes institucionais por ele atendidos em benefício de Francisco e de [REDACTED]. A análise dos horários e dos preços das operações executadas por Rafael demonstram sua ciência a respeito do favorecimento de preços nos negócios executados em nome de Francisco e de [REDACTED] em detrimento dos demais clientes institucionais. Embora realizadas no mesmo intervalo, os preços dos negócios executados por Rafael em nome de Francisco e de [REDACTED] eram melhores do que os preços dos negócios executados em nome dos clientes institucionais da Corretora. Dessa forma, improcede a alegação de Rafael de que não tinha qualquer discricionariedade na execução das estratégias (fl. 176).

28. A Tabela 3, transcrita no Termo de Acusação à fl. 8, demonstra que no pregão de 22.1.2013, por exemplo, Rafael executou 8 negócios com IBOVR50 por intermédio de seu terminal. Em todos esses negócios, o preço de execução das opções de IBOVR50 foi de R\$ 410,00, independentemente da quantidade de contratos, exceto no negócio em que Francisco figurou como vendedor, o qual teve como preço R\$ 450,00.

29. Quanto à alegação de que as operações teriam sido executadas dentro dos limites de mercado e da capacidade financeira de cada cliente (fl. 179), observo que isso não afasta a configuração da infração. O objeto do presente processo é a interposição de operações de clientes pessoas físicas, uma delas vinculada à Corretora, entre negócios de investidores institucionais, sempre com preços mais vantajosos para os primeiros. A interposição das operações de Francisco e de [REDACTED] foi realizada com o propósito de obter vantagem a partir do conhecimento da estratégia de atuação desses clientes

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 14 de 17

institucionais que operavam a partir de ordens do tipo administrada, em que o preço e o momento de execução fica a critério do operador.

30. Diante do exposto, concluo 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, devendo, por estas razões, ser condenado pelo ilícito da utilização de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários.

31. Francisco, por sua vez, 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.

32. Em relação aos *day trades* executados em nome de [REDACTED], conforme descrito na seção anterior deste voto, Francisco interpôs as operações de sua irmã entre os negócios de dois clientes institucionais da Corretora. A abertura e o encerramento dos *day trades* foram realizadas em curto intervalo de tempo e com variação de preços suficiente para gerar ganho de R\$ 25.500,00 à [REDACTED], quando somados os resultados dos dois negócios.

33. No primeiro *day trade*, Francisco comprou e vendeu o ativo do [REDACTED] em um intervalo de 10 minutos, tendo o [REDACTED] na abertura e no fechamento da operação. Ou seja, **o Fundo [REDACTED] vendeu o ativo a [REDACTED] por um preço e o comprou mais caro, também de [REDACTED], em um intervalo de dez minutos**, o que me leva à conclusão de que o negócio foi realizado com o propósito de conferir lucro a [REDACTED] e prejuízo ao Fundo [REDACTED].

34. Em relação ao segundo *day trade*, Francisco recebeu ordem do Fundo [REDACTED] para que montasse a mesma estratégia descrita nas operações executadas por Rafael. O investidor [REDACTED] emitiu ordem para a mesma estratégia, mas na

BSM**BM&FBOVESPA
SUPERVISÃO DE MERCADOS**

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 15 de 17

ponta oposta da atuação do Fundo [REDACTED]. Uma vez ciente da estratégia que seria adotada pelos clientes institucionais, **Francisco interpôs a carteira de [REDACTED] comprando o ativo em nome de sua irmã, do Fundo [REDACTED], e o vendendo ao [REDACTED] em intervalo de 4 minutos, com variação de 10%.**

35. Os dois *day trades* foram executados por Francisco por meio de ordens administradas para [REDACTED], Fundo [REDACTED]. Francisco colocou [REDACTED] em posição vantajosa em relação aos clientes institucionais da Corretora nos dois *day trades*, o que corrobora o entendimento de que o propósito de Francisco era conferir vantagem a sua irmã, decorrendo daí sua responsabilidade.

36. Em sua Defesa, Francisco alegou que no mercado de opções ocorreriam erros operacionais com certa frequência, principalmente em relação ao preço dos negócios executados. Nessas situações, eram supostamente realizados ajustes para compensar os erros operacionais: “Tínhamos na época uma planilha só de controle de ajustes, quem devia pra quem, quem podia pagar através de *day-trade*, quem podia no índice, quem só podia em opção etc.” (fl. 86).

37. Dessa forma, Francisco alegou que [REDACTED] “deveria ter ainda algum ajuste a receber por conta de erro operacional ou interferência de alguma operação anterior e o cliente [REDACTED] algum ajuste a pagar de alguma operação anterior” (fl. 89). Segundo essa alegação, o *day-trade* com resultado positivo em favor de [REDACTED] seria um ajuste financeiro realizado no mercado de bolsa.

38. A análise dos autos, todavia, não permite concluir que as operações objeto do presente processo consistiram em ajustes, o que, ainda que fosse verdade, não afastaria sua irregularidade. Em todas as situações em que Francisco executou operações em nome de [REDACTED], fosse na abertura ou no fechamento da estratégia, o [REDACTED] sempre realizou o negócio a pior preço.

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 16 de 17

39. Francisco recebeu as ordens dos clientes institucionais que foram contrapartes nos *day trades* realizados em nome de [REDACTED], conforme fls. 50/51. Ou seja, 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.

40. Em todos os negócios objeto do presente processo, houve o favorecimento de [REDACTED] em detrimento de clientes institucionais da Corretora. Esse fato, somado às demais provas produzidas no processo, me leva a concluir pela inverossimilhança da alegação de Francisco. O que ocorreu, de fato, foi a vantagem financeira conferida a sua irmã em decorrência da discricionariedade atribuída a Francisco para definição do preço e do momento de execução das operações de [REDACTED] e dos clientes institucionais que figuraram na contraparte.

41. Portanto, concluo que Francisco, executor dos *day trades* realizados para beneficiar [REDACTED], se utilizou de práticas não equitativas nos negócios objeto deste processo administrativo.

IV - Conclusão

42. Diante do acima exposto, considerando a gravidade da infração e a participação de Rafael e Francisco para a consecução do ilícito de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários, voto pela condenação de ambos por infração ao inciso I, conforme definição do inciso II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979⁶, combinado

⁶ Instrução CVM 8/79:

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.

Processo Administrativo Ordinário nº 14/2015
Defendentes: Francisco Sampaio Cardoso e Rafael Davis Lopes
Julgamento Turma – Voto do Conselheiro-Relator – Fls. 17 de 17

com o item 5.10.3 “e” do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa: Ações Futuro e Derivativos de Ações⁷.

43. Em relação à dosimetria das penas, entendo que a conduta de maior gravidade deve ser atribuída à Francisco, pois, além de ter sido beneficiado pessoalmente pelo resultado das operações em detrimento dos clientes institucionais da Corretora⁸, ele era, segundo as informações constantes dos autos, superior hierárquico de Rafael e quem efetivamente mantinha contato com os clientes.

44. Dessa forma, já considerando a primariedade de ambos os Defendentes, bem como o valor envolvido nas operações objeto do presente Processo, voto pela condenação de Francisco à penalidade de multa no valor de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais) e pela condenação de Rafael à penalidade de multa de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais), por entender 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: Ações Futuro e Derivativos de Ações.

São Paulo, 3 de novembro de 2016.


Marcus de Freitas Henriques
Conselheiro-Relator

⁷ Regulamento de Operações do Segmento BOVESPA:

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;

⁸ Conforme consta dos itens 12 e 15 deste Voto, o valor do lucro auferido por Francisco em razão das operações objeto do presente Processo foi de R\$ 180.000,00 (cento e oitenta mil reais), sem computar o lucro da ordem de R\$ 65.500,00 (sessenta e cinco mil e quinhentos reais) auferido por sua irmã.