



**MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

427ª Sessão

Processo 10372.100449/2018-30

Processo na primeira instância CVM RJ2016/1465

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: STOCK ASSET MANAGEMENT ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DE RECURSOS LTDA.
ANTONIO GERALDO DA ROCHA
MARCOS ANTONIO DA SILVA OROFINO
RECORRIDA: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO

ADVOGADOS: LEONARDO FERREIRA LOFFLER (OAB/RJ 148.445)
CORINTHO DE ARRUDA FALCÃO NETO (OAB/RJ 95.788)

EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIOS. Prática não equitativa no mercado de valores mobiliários. Recursos conhecidos e desprovidos.

ACÓRDÃO CRSFN 167/2019

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem, por unanimidade, com base no voto do Relator, conhecer dos recursos e:

1. com relação à recorrente STOCK ASSET MANAGEMENT ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DE RECURSOS LTDA., pelo cometimento da infração de prática não equitativa, **negar provimento** ao recurso, mantendo a penalidade de multa no valor de R\$300.000,00 (trezentos mil reais);
2. com relação ao recorrente ANTONIO GERALDO DA ROCHA, na qualidade sócio majoritário, diretor responsável e administrador de recursos da Stock Asset Management Administração e Gestão de Recursos Ltda., pelo cometimento da infração de concorrer para o uso de prática não equitativa, **negar provimento** ao recurso, mantendo a penalidade de proibição temporária, pelo prazo de 3 (três) anos, para atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários;
3. com relação ao recorrente MARCOS ANTONIO DA SILVA OROFINO, na qualidade sócio minoritário da Stock Asset Management Administração e Gestão de Recursos Ltda., pelo cometimento da infração de concorrer para o uso de prática não equitativa, **negar provimento** ao recurso, mantendo a penalidade de proibição temporária, pelo prazo de 3 (três) anos, para atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários.

Participaram do julgamento os Conselheiros João Batista de Moraes, Thiago Paiva Chaves, Maria Rita de Carvalho Drummond, Sérgio Cipriano dos Santos, Ana Maria Imbiriba Corrêa, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Álvaro Affonso Mendonça e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Ausentes, justificadamente, os Conselheiros Pedro Frade de Andrade e Alexandre Henrique Graziano. Manifestou-se, nos termos regimentais, o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. Virgílio Porto Linhares Teixeira.

Brasília, 23 de julho de 2019.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Conselheiro(a) Presidente**, em 26/08/2019, às 13:24, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3424024** e o código CRC **ACE12E3E**.



MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Processo 10372.100449/2018-30

Processo na primeira instância CRSFN-CVM RJ2016/1465

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: STOCK ASSET MANAGEMENT ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DE RECURSOS LTDA.

ANTÔNIO GERALDO DA ROCHA
MARCOS ANTONIO DA SILVA OROFINO

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO

RELATÓRIO

DO OBJETO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para apurar eventual responsabilidade de MARCOS ANTÔNIO DA SILVA OROFINO (“Marcos”), ANTÔNIO GERALDO DA ROCHA (“Antônio”) e STOCK ASSET MANAGEMENT ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DE RECURSOS LTDA. (“Stock Asset” ou “Gestora” e, em conjunto com Marcos e Antônio, os “Acusados”) por uso de práticas não equitativas, em infração ao inciso I da Instrução CVM nº 08/1979, nos termos do inciso II, “d”, da mesma Instrução.

DOS FATOS

2. Os fatos que deram origem ao PAS foram descritos, resumidamente, da seguinte forma no Relatório do Diretor-Relator da CVM:

4. Segundo a apuração dos fatos realizada pela BSM, a Stock Asset realizou 158

operações de day trade para H.L.C.G., ex-esposa de Antônio, no ano de 2014, com índice de sucesso de 100% e lucro bruto de R\$184.424,00.

5. A Stock Asset mantinha com H.L.C.G. contrato de prestação de serviços de administração de carteira de ações, que dava à instituição poderes para emitir ordens de compra e venda em nome desta de forma discricionária³.

6. Os negócios foram realizados por meio de determinada conta máster, de responsabilidade da Gestora, que, apesar de estar relacionada a 10 (dez) clientes da Stock Asset, foi efetivamente utilizada para apenas 4 (quatro) desses: (i) H.L.C.G., (ii) Marcos, (iii) Stock Fundo de Investimento Multimercado, Crédito Privado, Investimento no Exterior e Longo Prazo ("Stock FIM") e (iv) Linil Fundo de Investimento Multimercado, Crédito Privado, Investimento no Exterior e Longo Prazo ("Linil FIM", e, em conjunto com Stock FIM, os "Fundos").

7. A Stock Asset realizava negócios por meio de conta máster e, ao final do dia, especificava as operações para os seus respectivos comitentes finais, ora especificando para um dos Fundos, ora para H.L.C.G.. O alto índice de sucesso de H.L.C.G. estaria vinculado à forma como a especificação era feita: em casos em que foi possível realizar day trades com resultados positivos, as operações eram especificadas para H.L.C.G., quando não, a posição comprada ou vendida era especificada para Stock FIM ou Linil FIM.

8. A título de exemplo, a Acusação menciona o pregão de 31.03.2014, em que uma oferta de compra foi inserida às 10h10min34s e executada. Em seguida, às 10h10min53s, foi inserida oferta de venda do mesmo ativo e mesma quantidade. No entanto, como essa ordem de venda não foi atendida, teria sido cancelada ao final do dia. O exemplo evidenciaria a intenção de realização de day trade e, como não teria sido possível realizá-lo, a operação de compra realizada foi especificada para o Linil FIM.

9. A corretora que intermediou as operações informou que o responsável por emitir ordens referentes à mencionada conta máster e por alocá-las para os comitentes finais seria Marcos.

10. A área técnica solicitou que os Acusados se manifestassem sobre os fatos descritos⁴, nos termos do artigo 11 da Deliberação CVM nº 538/2008⁵.

11. Antônio, respondendo também em nome de Stock Asset, alegou que⁶:

i. atua há mais de quatro décadas no mercado financeiro e jamais foi penalizado por qualquer irregularidade ou foi objeto de eventual reclamação de investidor ou quotista no que se refere aos fundos administrados por qualquer instituição dirigida por ele; ii. foi casado com H.L.C.G. entre 1975 e 1983 e esta sempre foi cliente das instituições financeiras das quais o ele participava; iii. H.L.C.G. nunca teria tido tratamento preferencial ou diferenciado em relação aos demais clientes; iv. todas as operações mencionadas foram realizadas de forma regular e não infringiram a Instrução CVM nº 08/1979, o que poderia ser inferido a partir da análise dos resultados positivos e negativos de cada cliente, apresentados em demonstrativos anexos⁷; v. a simples existência de matrimônio encerrado há mais de 30 anos não pode levar à conclusão de que teria havido tratamento diferenciado concedido à H.L.C.G.; e vi. após o recebimento do ofício, requereu, em conjunto com a Stock Asset, o cancelamento de seus registros para prestação de serviço de administração de carteiras.

12. Marcos alegou que⁸:

i. as operações realizadas por H.L.C.G., Stock FIM e Linil FIM mencionadas ocorreram corretamente, obedecendo às determinações da CVM; ii. era funcionário (operador de pregão) da então Merimpex Corretora quando de sua aquisição pelo grupo Stock, de propriedade de Antônio, lá permanecendo até 2000. Desde 01.06.2012, participa como sócio minoritário da Stock Asset (9,5%), sociedade que encerrou suas atividades e cancelou seu registro junto à CVM; e iii. não possui qualquer vínculo com H.L.C.G..

13. A Acusação concluiu que a Stock Asset utilizou estratégia destinado a colocar H.L.C.G. em situação privilegiada em relação aos Fundos.

14. Ele consistiria na utilização de conta máster para realizar compra de determinado ativo seguido de inserção de ordem de venda de mesma quantidade por preço superior, buscando-se, assim, a realização de uma operação de day trade com lucro. Caso a ordem de venda fosse executada (encontrasse comprador), tanto

a compra quanto a venda eram especificadas para H.L.C.G. no fim do dia. Caso contrário, a compra realizada era especificada para Stock FIM ou Linil FIM. As operações eram realizadas também com ofertas de venda primeiro, seguidas de ordens de compra com preço inferior.

15. Nesse sentido, a Acusação aponta que entre 01.04.2014 e 30.09.2014 foram feitas 72 ordens que não encontraram contraparte para encerramento da posição e que, por tal razão, teriam sido especificadas para os Fundos.

16. O *modus operandi* descrito teria possibilitado a H.L.C.G. a obtenção de lucro bruto de R\$184.424,00 no ano de 2014 sem incorrer em risco, pois as operações só eram especificadas para a investidora depois de concluídas com resultado positivo, em situação privilegiada em relação aos outros investidores vinculados à mesma conta máster.

17. Em relação a Marcos, a Acusação aponta também (i) que a ficha cadastral de H.L.C.G. junto à corretora indicava como sendo da investidora um endereço eletrônico que, em verdade, seria do mencionado Acusado, e não dela; (ii) ele teria solicitado cancelamento de seu registro de agente autônomo de investimento um dia após o envio do ofício que solicitou sua manifestação sobre os fatos; e (iii) ele seria sócio fundador da Stock Asset em conjunto com Antônio e mais duas pessoas.

18. Em relação a Antônio, a Acusação aponta, além do fato de ele ser ex-cônjuge de H.L.C.G., que ele era o diretor da Stock Asset responsável pela atividade de administração de carteira de valores mobiliários, nos termos do artigo 7º, II, da Instrução CVM nº 306/1999⁹, vigente à época dos fatos, devendo responder pela infração, nos termos do artigo 14, II, da mesma Instrução¹⁰.

19. A SMI informou que, de fato, a solicitação de cancelamento de registro da Stock Asset, como alegado por Antônio, foi deferida em 17.08.2015¹¹.

20. Diante do acima exposto, a SMI propôs a responsabilização de Antonio, Marcos e Stock Asset, por uso de práticas não equitativas, em infração ao inciso I da Instrução CVM nº 08/1979, nos termos do inciso II, “d”, da mesma Instrução.

...

22. Em 21.03.2016, a SMI aditou o Termo de Acusação, para afirmar também (i) que Antônio era sócio majoritário da Stock Asset e ex-cônjuge de H.L.C.G., beneficiária direta da prática não equitativa praticada; (ii) que o artigo 60 da Instrução CVM nº 409/2004¹³ estabelece que, quando uma mesma pessoa jurídica administrar diversos fundos, será admitido o grupamento de ordens, desde que o administrador tenha implantado sistema que possibilite o rateio, entre os fundos, das compras e vendas feitas, através de critérios equitativos e preestabelecidos, sendo que a Stock Asset e Antônio não demonstraram o cumprimento desse comando e a ausência desse sistema contribuiu para o uso da prática não equitativa; e (iii) que a não adoção de procedimentos de controle capazes de evitar, ou ao menos detectar, rateios irregulares de compras e vendas de valores mobiliários demonstram que Antônio e Stock Asset são também responsáveis pela infração administrativa¹⁴.

DEFESA JUNTO À CVM

3. Em defesa junto à CVM, conforme Relatório do Diretor-Relator da CVM, os Recorrentes alegaram, resumidamente, que:

23. Em 08.08.2016, Antônio e Stock Asset apresentaram defesa conjunta, reiterando seus argumentos apresentados ainda na fase de investigação e adicionando que¹⁵:

i. a Acusação não descreveu o fato individualizado e não demonstrou com provas a culpa própria, o elemento intencional e o nexos causal entre a ação ou a omissão e o resultado tido por irregular;

ii. não participaram das operações por ação própria e não se omitiram, pois as operações não aparentavam qualquer anormalidade e não configuraram qualquer tipo de prática ilícita.

24. Na mesma data, Marcos apresentou defesa, adicionando aos seus argumentos já apresentados que¹⁶:

i. atua no mercado financeiro há várias décadas como operador ou agente autônomo de investimento; ii. ingressou na Stock Asset através da alteração

contratual realizada em 01.06.2012; iii. uma de suas atribuições na sociedade era a alocação das ordens das operações realizadas através da conta máster da Stock Asset junto à corretora, que refletiam sempre aquelas efetivamente realizadas por todos os clientes, dentro do perfil de suas respectivas atuações no mercado; iv. no caso específico de H.L.C.G., tratava-se de cliente com perfil agressivo, com atuação marcante em operações de curtíssima duração, notadamente de day trades, diferentemente dos fundos administrados pela Stock Asset, de perfil moderado; v. no ano de 2014, houve incremento nas operações da day trade realizadas por H.L.C.G.; vi. determinadas ordens dadas para fundos administrados pela Stock Asset não encontraram contrapartes no mercado e o eventual insucesso desses fundos no fechamento de day trades decorreram de situações do mercado; vii. não especificou à H.L.C.G. apenas as operações que lograram êxito, sendo que em nenhuma hipótese a mencionada cliente auferiu resultado tão expressivo ao longo de 2014, especialmente se os eventuais ganhos estiverem deduzidos dos custos com emolumentos, taxas, corretagem e impostos. viii. não há nos autos prova de que tenha deliberadamente beneficiado H.L.C.G. em detrimento dos fundos administrados pela Stock Asset.

DECISÃO DA CVM

4. Após análise das considerações dos recorrentes, o Diretor-Relator da CVM elaborou Voto, aprovado pelo Colegiado da CVM por unanimidade, com o seguinte teor, resumidamente:

...

II. MARCOS

7. Marcos é apontado pela acusação como o responsável pelo uso de prática não equitativa.

8. Marcos não nega que era o responsável pela alocação das ordens e negócios realizados por meio da conta máster da Stock Asset junto à corretora. No entanto, afirma que não há provas de que tenha deliberadamente beneficiado H.L.C.G., em especial em situações em que não foram encontradas contrapartes para determinadas operações realizadas em nome desses fundos, sendo que o eventual insucesso dos fundos administrados pela instituição no fechamento de day trades decorreu de situações do mercado.

9. No meu entender, os elementos para caracterização do uso de práticas não equitativas estão todos presentes e embasados por provas múltiplas e sólidas.

10. Primeiramente, restou incontroverso que a Stock Asset, na pessoa de Marcos, fazia uso de conta máster junto a intermediário, que lhe permitia realizar ordens atribuídas, em um primeiro momento, para essa conta transitória, e, ao final do dia, quando já se conhecia o resultado dos negócios concretizados, alocá-los para quatro clientes pré-determinados: (i) H.L.C.G., (ii) o próprio Marcos, (iii) Stock FIM e (iv) Linil FIM¹¹.

11. Da mesma forma, verifico que todas as 158 operações de day trade atribuídas para H.L.C.G. ao longo do ano de 2014 - frise-se, após se conhecer o resultados dos negócios realizados - tiveram êxito, totalizando R\$184.424,00 de lucro bruto. A taxa de sucesso de 100% referente a uma quantidade tão grande de operações salta aos olhos e é indício fortíssimo de atividade ilícita.

12. O modus operandi para a obtenção desses resultados foi bem detalhado pela acusação e encontra amparo nos autos, seja em relação às ordens especificadas primeiramente para a conta máster e depois para os comitentes finais¹², seja em relação aos negócios realizados¹³.

13. Além do exemplo apresentado pela SMI referente ao pregão de 31.03.2014 (detalhado no Relatório), ressalto também o pregão de 02.05.2014, em que

(i) foi realizada ordem de compra às 14h28min13s de 100.000 (cem mil) ações PDGR3 ao preço unitário de R\$1,44; (ii) a ordem foi totalmente atendida às 14h30min26s; (iii) ordem de venda de mesma quantidade e mesmo ativo ao preço de R\$ 1,41 foi realizada às 14h30min43s; e (iv) a mesma foi cancelada às 17h33min09s. Os passos de (i) a (iii) evidenciam a intenção de realizar operação de day trade, enquanto o passo (iv) demonstra que, sem ter encontrado contraparte para a segunda parte da operação, a tentativa se viu frustrada. O negócio

concretizado (compra de 100.000 ações PDGR3) foi especificado ao fim do dia para o Linil FIM. Vale notar que no pregão de 11.04.2014, operação de day trade lucrativa com o mesmo ativo e quantidade foi atribuída a H.L.C.G.¹⁴.

14. Outro exemplo, dessa vez referente ao pregão de 16.07.2014: (i) foi realizada ordem de venda às 11h46min06s de 5.000 (cinco mil) ações ABEV3 ao preço unitário de R\$16,03; (ii) a ordem foi totalmente atendida às 11h49min23s; (iii) ordem de compra de mesma quantidade e mesmo ativo ao preço de R\$ 15,90 foi realizada às 12h56min53s; e (iv) a ordem foi alterada e, finalmente, cancelada às 17h06min00s sem ter encontrado contraparte. O negócio concretizado (venda de 5.000 ações ABEV3) foi especificado ao fim do dia para o Linil FIM. Vale dizer que, entre 01.04.2014 e 30.09.2014, foram alocados negócios com ABEV3 para Stock FIM em 8 (oito) pregões e para Linil FIM em 14 (catorze) pregões, somente compras ou vendas isoladas em cada dia, sem concretização de day trades¹⁵. Por sua vez, foram atribuídas operações de day trade à H.L.C.G. em 13 (treze) pregões no mesmo período, todas lucrativas.

15. Além da descrição e comprovação do procedimento ardiloso e da ocorrência de taxa de sucesso de 100% em uma quantidade tão grande de operações, algo improvável de acontecer em uma situação equitativa de mercado, a acusação logrou demonstrar liames entre os Acusados e a parte beneficiada.

16. Nesse sentido, merece destaque o fato de H.L.C.G. ser ex-cônjuge de Antônio, sócio majoritário e diretor responsável pela atividade de administração de carteira de valores mobiliários da Stock Asset.

17. Além disso, a ficha cadastral de H.L.C.G. junto à corretora indicava como e-mail para contato um endereço eletrônico pertencente a Marcos, e não o da investidora¹⁶. A meu ver, isso é mais um indício contrário às alegações de que Marcos não agiu com intenção de colocá-la em situação de vantagem indevida.

18. No que se refere ao argumento de defesa de que não foram encontradas contrapartes nas operações e que eventual insucesso dos Fundos decorreu de condições de mercado, vale pontuar que a proibição do uso de práticas não equitativas dispensa a demonstração de efetivo prejuízo de terceiros, bastando para a caracterização do delito o tratamento que coloque uma das partes em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

...

20. No caso em apreço, restou comprovado o tratamento desigual, uma vez que, aproveitando-se irregularmente da possibilidade de especificar o comitente ao fim do dia, Marcos conseguia direcionar negócios, colocando em situação de vantagem indevida H.L.C.G. em comparação com Stock FIM e Linil FIM. Os fundos prejudicados atuavam como garantidores, pois, caso a situação de mercado não permitisse a realização de day trade lucrativo, os negócios seriam a eles alocados.

21. Ante todo o exposto, concluo que Marcos usou prática não equitativa, em infração ao item I c/c item II, “d” da Instrução CVM nº 08/1979.

III. ANTÔNIO

22. Antônio é acusado de ter contribuído para a prática do ilícito mencionado.

23. A meu ver, há diversos indícios, robustos e convergentes, que permitem concluir que Antônio omitiu-se dolosamente ao permitir a perpetração da prática ilícita analisada e ao deixar de exercer o dever de correção inerente à profissão de diretor responsável pela atividade de administração de carteiras da Stock Asset.

24. Primeiramente, restou comprovado que Antônio é ex-marido de H.L.C.G.

25. Além disso, na figura de diretor presidente, sócio majoritário e diretor responsável da Stock Asset à época dos fatos¹⁸, nos termos do artigo 14, II, da Instrução CVM nº 306/1999, o Acusado tinha o dever de fazer cessar quaisquer práticas ilícitas de que tomasse conhecimento.

26. Nesse sentido, vale dizer que o uso de prática não equitativa se perpetrou ao longo de um ano inteiro, por meio de alocação indevida de negócios realizados temporariamente para conta máster disponibilizada pela corretora. A realização de 158 operações de day trade, com taxa de sucesso de 100%, comprova de maneira contundente que os fatos não passariam despercebidos por um profissional experiente como Antônio. Vale ressaltar que o próprio Acusado encaminhou tabela

com os negócios realizados em nome de H.L.C.G., contendo informações que demonstram de forma nítida que a irregularidade era evidente e era de seu conhecimento¹⁹.

27. Ademais, mesmo tendo sido oportunizada a possibilidade de demonstrar conduta diligente, Antônio nem sequer tentou comprovar a adoção e implementação de procedimentos de controle capazes de evitar, ou ao menos detectar, rateios irregulares ou direcionamentos intencionais de compras e vendas de valores mobiliários realizadas em nome de clientes vinculados à mesma conta máster, obrigação decorrente da qualidade de diretor responsável pela gestão de fundos de investimento.

28. Dessa maneira, concluo que, para além de mera inobservância do dever de diligência, Antônio contribuiu dolosamente para o uso da prática não equitativa descrita.

5. Quanto à dosimetria, o Diretor Relator da CVM esclareceu em seu Voto:

30. Para fins de dosimetria, considero como agravante o fato de que Marcos e Antônio cometeram a irregularidade mediante dissimulação, que lograram efetivamente transferir os recursos mencionados, que a conduta se protraiu ao longo do ano de 2014 e que o ilícito foi cometido com infração de dever inerente às atividades de operador e diretor responsável pela atividade de administração de carteira de valores mobiliários, respectivamente. Ademais, recorro que a prática não equitativa é considerada infração grave para os fins previstos no §3º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, nos termos do inciso III da Instrução CVM nº 08/1979. Por outro lado, conta como atenuante os bons antecedentes de Marcos e Antônio.

31. Por fim, esclareço que nos casos em que a vantagem econômica obtida é certa, as penalidades de multa aplicadas pela CVM usualmente são fixadas tomando como referência tal valor, observando o disposto no artigo 11, §1º, III, da Lei nº 6.385/1976. Contudo, considere-se aqui inapropriada essa aplicação, pois a acusação não logrou comprovar que a vantagem econômica obtida em decorrência do ilícito se reverteu em benefício de qualquer dos Acusados.

32. Diante de todo o exposto, voto nos seguintes termos:

a) Pela condenação de Marcos Antônio da Silva Orofino à penalidade de proibição temporária, pelo prazo de 3 (três) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, pelo uso de prática não equitativa, em infração ao inciso I c/c inciso II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979;

b) Pela condenação de Antônio Geraldo da Rocha à penalidade de proibição temporária, pelo prazo de 3 (três) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, por concorrer para o uso de prática não equitativa, em infração ao inciso I c/c inciso II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979; e

c) Pela condenação de Stock Asset Management Administração e Gestão de Recursos Ltda. à pena de multa pecuniária no valor de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) pelo uso de prática não equitativa, em infração ao inciso I c/c inciso II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979.

RECURSO AO CRSFN

6. Intimados da Decisão da CVM por meio de Edital de Notificação da Decisão publicada no Diário Oficial da União de 23/08/2018 (fl. 262), os Recorrentes apresentaram Recursos Voluntários em 27/08/2018 (fls. 263/264 e fls. 265/271), onde apresentam as seguintes alegações de defesa, resumidamente:

(i) Sr. MARCOS ANTÔNIO DA SILVA OROFINO (fls. 263/264):

- O Requerente atua no mercado há várias décadas;
- as alocações das ordens sempre refletiram rigorosamente aquelas efetivamente realizadas por todos os clientes;
- no caso de D. H. G. tratava-se de cliente de perfil agressivo, sempre com atuação marcante em operações de curtíssima duração, notadamente de day trades, diferentemente dos fundos administrados pela Stock Asset, com perfil mais moderado de atuação, com carregamento de papéis mais de longo prazo, sem que com isso deixassem de atuar, esporadicamente, naquele

mercado de day trades.

- no ano de 2014 houve incremento das operações de D. H. G.;

- O Recorrente não pode admitir que tenha atuado de forma censurável se não foram encontradas contrapartes em determinadas operações de fundos administrados pela Stock Asset. O eventual insucesso de qualquer cliente, especificamente de fundos administrados pela sociedade, no fechamento de day trades decorreram, sempre e sempre de situações do mercado;

- O Requerente não pode admitir que tenha conferido à D. H. G. apenas as operações tenham logrado êxito em day trades, podendo garantir que em nenhuma hipótese a referida cliente auferiu resultado tão expressivo ao longo daquele ano de 2014, especialmente se os eventualmente alcançados estiverem deduzidos dos custos com emolumentos, taxas, corretagem e IRF incidentes.

- Não há nos autos qualquer demonstração minimamente justificável ou comprovável de que o Requerente tenha deliberadamente beneficiado a cliente H. G. em detrimento dos fundos igualmente administrados pela Stock Asset. E mais. Não houve qualquer demonstração, por mais tênue que seja, de que os eventuais insucessos de alguns clientes no fechamento de alguns day trades tenham refletido em prejuízo para os mesmos. Muito ao contrário. Encontra-se acostado nos autos demonstrativo de operações realizadas por H. L. C. G., Liniu FIM e Stock FIM em um mesmo período, onde constatamos que os referidos Fundos alcançaram êxito em suas operações, todos compatíveis com os volumes por cada um operados.

- O que se impõe em um processo administrativo sancionador é uma caracterização de elemento intencional do agente para que se possa impor uma sanção disciplinar, o que inexiste no presente processo. Nem mesmo uma mínima comprovação de que tenha havido algum benefício pessoal em todo esse processo, o que foi expressamente reconhecido na decisão ora recorrida.

(ii) Sr. ANTONIO GERALDO DA ROCHA e STOCK ASSET MANAGEMENT ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DE RECURSOS LTDA (fls. 265/271):

- Antônio Geraldo da Rocha milita no mercado financeiro por mais de quatro décadas, e jamais se envolveu em qualquer operação que pudesse de alguma forma, macular o bom conceito que desfruta e que jamais houve qualquer queixa ou pleito de qualquer investidor ou quotista quanto a administração de seus investimentos junto aos fundos administrados pelas instituições dirigidas pelo suplicante, o que, sem dúvida, é motivo de orgulho;

- Antonio Geraldo da Rocha foi casado de 1975 a 1983 com H. L. C. G., de quem se separou há mais de 35 anos. É certo que independentemente da relação familiar, H. G. sempre foi cliente das instituições financeiras das quais o suplicante atuou, sem que lhe fosse conferido qualquer tratamento preferencial ou diferenciado daqueles concedidos aos demais clientes da instituição;

- **inexistência de descrição da conduta culposa dos indiciados:** ... a apenação dos indicados, em processo administrativo disciplinar, pressupõe a descrição, no inquérito, da conduta típica individualizada, bem como a demonstração de culpa própria ... Além dos requisitos ... elencados, pode ser acrescentado um terceiro: a caracterização perfeita e fundamentada do elemento intencional. ... especificamente no tocante às condutas omissivas, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, reiteradamente, tem assentado que a omissão ensejadora da punição, requer a presença do nexo de causalidade entre o ato omissivo e a prática ilícita, acompanhado de prova. ... Destarte, não pode haver dúvida que a definição acerca do envolvimento dos recorrentes em suposta irregularidade investigada nesse PAS, pressupõe: (a) descrição na acusação do fato individualizado em relação ao indiciado e (b) demonstração de culpa própria, do elemento intencional e do nexo causal, entre a ação ou a omissão e o resultado tido por irregular acompanhado, por óbvio, de prova. No caso não há como se cogitar na presença de qualquer desses pressupostos essenciais para sustentar qualquer tipo de apenação a ser aplicada aos suplicantes;

- **da inexistência de conduta diversa:** Para que reste configurada qualquer infração passível de punição administrativa, é necessário que seja estabelecida claramente a conduta praticada

pelo indivíduo que transgrediu a norma legal e ensejou a respectiva punição. ... No âmbito do direito administrativo sancionador não pode o agente ser punido, administrativamente, se não tiver a consciência da ilicitude do ato. Não caracterizada a culpa ou dolo do acusado em processo administrativo, não poderá a autoridade aplicar-lhe qualquer penalidade. ... Mais do que isto, é necessário que a culpa esteja fundamentada pela responsabilidade individual e concreta. A aplicação de sanção administrativa pressupõe a caracterização perfeita e fundamentada do elemento intencional, ou seja, da consciência da ilicitude por parte do agente infrator. ... não há nos autos a descrição individualizada de qualquer conduta comissiva ou omissiva dos suplicantes, que conduza a conclusão de que teriam esses infringido a regulamentação legal editada por esta prestigiada autarquia. ... não há a explicitação de nexos causal, como acima visto, pressuposto essencial para apenação, entre qualquer tipo de conduta dos suplicantes e a prática de eventual irregularidade. ... As operações executadas pelos clientes da Sotck estavam revestidas de todas as formalidades legais, aparentavam absoluta normalidade, razão pela qual não se pode cogitar de qualquer culpa dos suplicantes por omissão, mesmo porque as referidas operações não aparentavam qualquer anormalidade, como também, de fato, não configuravam qualquer tipo de prática ilícita.

- O recorrente Antonio Geraldo da Rocha foi apenado por (i) ter sido casado com H. G., de quem se divorciou em 1983, i.e, há mais de 35 anos, (ii) não ter cessado eventuais práticas ilícitas das quais somente tomou ciência quando do recebimento do Ofício nº 66/2015/CVM/SMI/GMA-1, de 17.08.2015, que solicitava informações sobre operações havidas de abril a setembro de 2014, e (iii) por não ter demonstrado conduta diligente com a adoção e implementação de procedimentos internos de controle capazes de evitar ou detectar rateios irregulares em compras e vendas de valores mobiliários realizadas em nome de clientes, mesmo não tendo havido, como bem registrado no Voto do r. Relator, qualquer comprovação, por menor que fosse, de vantagens econômicas de qualquer espécie aos recorrentes e demais envolvidos no processo.

- Neste processo está evidenciado que os suplicantes: (i) não praticaram ou participaram de qualquer tipo de infração às normas adotadas pela CVM; (ii) atuaram de forma absolutamente incensurável, não podendo lhes ser imputado qualquer tipo de culpa, ainda mais em razão da inexistência de qualquer irregularidade aparente nas operações objeto de investigação neste inquérito; (iii) não tiveram qualquer benefício ou vantagem econômica em decorrência do aparente ilícito apontado; (iv) não houve demonstração de qualquer prejuízo aos demais clientes e sim a comprovação através dos demonstrativos apresentados de que alcançaram todos em muitas oportunidades lucro em suas operações; (v) possuem bons antecedentes, não tendo jamais sofrido qualquer reclamação ou condenação por qualquer Órgão fiscalizador, especialmente a Comissão de Valores Mobiliários; e (vi) assim que tiveram conhecimento de mínima suspeita da Comissão de Valores Mobiliários sobre eventual irregularidade em suas atuações, ainda em agosto de 2015, suspenderam imediatamente todas as operações da sociedade e requereram de imediato o cancelamento de seus registros naquele Órgão.

É o relatório.

Antonio Augusto de Sá Freire Filho – Conselheiro Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 18/06/2019, às 13:22, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **2663484** e o código CRC **5AA41AD6**.



**MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

Processo 10372.100449/2018-30

Processo na primeira instância CRSFN-CVM RJ2016/1465

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: STOCK ASSET MANAGEMENT ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DE RECURSOS LTDA.

ANTÔNIO GERALDO DA ROCHA

MARCOS ANTONIO DA SILVA OROFINO

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO

EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIOS. Prática não equitativa no mercado de valores mobiliários. Recurso conhecido e desprovido.

VOTO DO RELATOR

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para apurar eventual responsabilidade de MARCOS ANTÔNIO DA SILVA OROFINO, ANTÔNIO GERALDO DA ROCHA e STOCK ASSET MANAGEMENT ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DE RECURSOS LTDA. por uso de práticas não equitativas, em infração ao inciso I da Instrução CVM nº 08/1979, nos termos do inciso II, “d”, da mesma Instrução.

2. O PAS resultou na aplicação pela Autarquia, em primeira instância, das seguintes penalidades:

(i) Sr. MARCOS ANTÔNIO DA SILVA OROFINO: penalidade de proibição temporária, pelo prazo de 3 (três) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, pelo uso de prática não equitativa, em infração ao inciso I c/c inciso II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979;

(ii) Sr. ANTÔNIO GERALDO DA ROCHA: penalidade de proibição temporária, pelo prazo de 3 (três) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, por concorrer para o uso de prática não equitativa, em infração ao inciso I c/c inciso II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979; e

(iii) STOCK ASSET MANAGEMENT ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DE RECURSOS LTDA.: pena de multa pecuniária no valor de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) pelo uso de prática não equitativa, em infração ao inciso I c/c inciso II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979.

PRELIMINARES

3. Não se identifica óbice algum quanto à admissibilidade dos Recursos Voluntários, tendo em vista que foi apresentado tempestivamente. A intimação ocorreu no dia 23/08/2018 (fl. 262), conforme Edital de Notificação da Decisão publicada no Diário Oficial da União, e os Recursos foram interpostos no dia 27/08/2018 (fls. 263/264 e fls. 265/271).

4. Relativamente aos prazos, entendo que os documentos trazidos aos autos evidenciam que não houve prescrição, intercorrente ou ordinária. A seguir, listo conjunto de fatos/documentos que comprovam este posicionamento:

- (i) ano de 2014 - Operações irregulares;
- (ii) 18/06/2015 - Comunicação da BSM
- (iii) 17/08/2015 - OFÍCIO/CVM/SMI/GMA-1/066/2015 (fls. 31/32);
- (iv) 21/03/2016 - Termo de Acusação (fls. 158/168);
- (v) 15/05/2018 - Sessão de Julgamento na CVM;
- (vi) 23/04/2019 - distribuição dos Recursos na 424ª Sessão do CRSFN.

MÉRITO

5. Relativamente ao mérito, entendo que o PAS e a Decisão não carecem de reparos. O processo traz um conjunto substancial de elementos que apontam a autoria e materialidade das irregularidades.

6. Vale observar que foram realizadas, no período de 2014, 158 operações de day trade pela Sra. H. L. C. G., todas com resultados positivos. A respeito, vale transcrever os seguintes trechos do Termo de Acusação:

3. Conforme o documento da BSM (fls. 01-05), chamou atenção o fato de a Gestora ter realizado operações day-trades para H. L. C. ..., com incidência de 100% de resultados positivos, conforme a tabela a seguir:

Tabela 1 – Resumo de operações de Henriqueta no período de jan a dez/2014

Pregão	Ativos por Pregão	Day-trades	Volume Total	Volume em Day-Trade	%	Resultado Day-trade
jan/14	23	3	1.280.387,25	705.120,00	55,1%	2.660,00
fev/14	15	4	972.827,00	548.580,00	56,4%	5.040,00
mar/14	8	5	806.974,00	775.250,00	96,1%	6.050,00
abr/14	11	6	1.895.756,00	1.691.487,00	89,2%	15.237,00
mai/14	18	16	4.744.239,00	4.663.232,00	98,3%	14.194,00
jun/14	18	17	4.415.658,00	4.086.158,00	92,5%	12.376,00
jul/14	10	10	3.416.385,00	3.416.385,00	100,0%	6.825,00
ago/14	17	17	4.116.594,00	4.116.594,00	100,0%	19.142,00
set/14	20	17	3.257.444,00	3.150.739,00	96,7%	15.303,00
out/14	35	35	8.689.701,00	8.685.251,00	99,9%	55.765,00
nov/14	22	22	5.154.693,00	5.154.693,00	100,0%	25.221,00
dez/14	6	6	1.339.789,00	1.339.789,00	100,0%	6.611,00
Total Geral	203	158	40.090.447,25	38.333.278,00	95,6%	184.424,00

Fonte: BM&FBovespa

...

6. Conforme apurou a BSM, a Gestora realizava os negócios e, ao final do dia, especificava as operações para os seus respectivos comitentes finais, ora especificando para um dos Fundos ora para H. . Segundo a BSM, o alto índice de acerto de H. está vinculado à forma como a especificação foi feita: em casos em que foi possível realizar day-trades com resultados positivos, as operações foram especificadas para Henriqueta, quando não, a posição comprada ou vendida foi especificada para os fundos U. FIM e/ou S. FIM.

7. Relativamente à possibilidade de ganhos em 100% das 158 operações de day trade realizadas pela cliente da empresa vale transcrever os ensinamentos da ex-Diretora da CVM, Dra. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, em Voto proferido no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º SP2007/139:

10. Quando se compra, em um determinado pregão, uma ação líquida ou o índice futuro de ações, a probabilidade de fechar este MESMO dia com ganho ou perda é de praticamente 50%. Esta probabilidade é semelhante ao lançamento de uma moeda resultar em cara ou coroa. Se assim não fosse, seria possível obter lucros certos no mercado de ações, o que se sabe, não é o caso, nem mesmo para as instituições financeiras.

11. De fato, as alternâncias entre as perdas e os ganhos no mercado de renda variável são a regra. É sabido que o preço de uma ação é o preço anterior mais um "ruído" que não pode ser antecipado ou modelado matematicamente. Se assim não

fosse, seria possível obter ganhos certos num mercado de risco. Não deve prosperar a alegação da TOV à fl. 3.008 segundo a qual a explicação para os acertos de certos clientes seria a "visão de serem nossos clientes especuladores que operam como quaisquer outros especuladores nesta ou em qualquer outra bolsa do exterior, utilizando sofisticados sistemas de computação e constante pesquisa de informação, com ações de alta liquidez". Se pessoas e entidades detivessem tal capacidade computacional e de informação, e a colocasse em prática, haveria ganhadores consistentes e previsíveis no mercado financeiro, o que se sabe não é a realidade.

8. No mesmo processo supracitado, a Dra. Ana Dolores traz exemplo do aplicador P.G.C.M. cuja probabilidade de ganhar ao menos 127 vezes em 166 operações do mesmo tipo seria de 1 em 1.495.964.001.784.

9. Já o Voto da mesma Diretora no PAS CVM nº 21/2006 esclarece:

6. Considerando que a negociação em day-trade traz uma chance aleatória de ganhar ou perder, equivalente ao lançamento de uma moeda, as probabilidades⁴ de os acusados terem obtido o percentual de ganhos que obtiveram mostram-se ínfimas, ...

...

10. Observe-se que a probabilidade da cliente ter obtido ganhos positivos em 100% das 158 operações de day trade, atendendo ao esclarecido pela ex-Diretora da CVM, seria de 1 possibilidade em 3,65375409332726E+47 (ou $2^{158}=3,65 \text{ vezes } 10^{47}$). Evidentemente, esta sequência de ganhos não é fruto do acaso. O que este número mostra é que é impossível, na experiência prática, este tipo de resultado num mercado que não esteja viciado. De forma semelhante, algo viciado ocorria no ambiente dos Acusados.

RECURSOS DOS RECORRENTES

11. Relativamente aos argumentos trazidos nos Recursos Voluntários, faço as seguintes considerações:

(i) Recurso do Sr. MARCOS ANTÔNIO DA SILVA OROFINO (fls. 263/264):

- Quanto à alegação de que atua no mercado a décadas:

Entendo que este argumento não enfrenta as provas apresentadas de atuação em benefício de determinada cliente. De forma contrária ao alegado, espera-se de pessoas experientes uma atuação equilibrada, que impeça assimetrias que gerem ganhos irregulares. Assim, o argumento não auxilia a defesa;

- Quanto aos argumentos de que atuou segundo ordens realizadas pelos clientes; de que o perfil da cliente beneficiada era agressivo; de que houve incremento das operações da cliente em 2014; e de que a cliente beneficiada não auferiu resultado tão expressivo se considerarmos as taxas e os impostos:

A respeito entendo que os elementos trazidos aos autos evidenciam especificações posteriores em benefício de determinada cliente, o que descaracteriza o argumento de defesa. Além disso, a alegação de eventual aumento de operações em 2014 e a alegação de que o ganho da cliente foi pequeno consideradas as taxas e impostos, não descaracterizam a acusação. Antes, o argumento pode até eventualmente sugerir, embora não possamos afirmar, que os ganhos auferidos pela cliente preferencial tenham sido transferidos à empresa por meio das taxas pelas operações. Assim, o argumento não auxilia a defesa;

- Quanto aos argumentos de que não há nos autos qualquer demonstração minimamente justificável ou comprovável de que o Requerente tenha deliberadamente beneficiado a cliente H. G. em detrimento dos fundos igualmente administrados pela Stock Asset:

A respeito, entendo que os requisitos de autoria e materialidade das irregularidades já foram devidamente apresentados. Além disso, incorporo a este Voto, nos termos do § 1º do art. 50 da Lei nº 9.784/99 as razões de condenação da Decisão da CVM, já apresentadas no Relatório deste Conselheiro junto ao CRSFN.

- Quanto ao argumento de que se impõe em um processo administrativo sancionador é uma

caracterização de elemento intencional do agente para que se possa impor uma sanção disciplinar:

A respeito, entendo que as especificações posteriores e os resultados obtidos comprovam a atuação irregular da empresa, justificando a penalização dos responsáveis pelas operações, que, pelo menos, deveriam ter implementado supervisão e controles que não permitissem a realização de operações assimétricas, que beneficiam determinados clientes.

Também vale transcrever o item 24 do Termo de Acusação, que esclarece:

24. Em resposta da Corretora de 16.04.2015, a Corretora informou que "o responsável pelas ordens de alocação enviadas em anexo à resposta do Ofício 0415/2015 SAM-DAR/SM é o Sr. Marcos Antonio da Silva Orofino" (fls. 81). Além disso, em e-mail de 31.07.2014, é possível verificar o Sr. Marcos emitindo ordens em nome da Conta Máster nº 22785-5 (fl.83).

A Assim, o argumento não auxilia a defesa.

(ii) Recurso do Sr. ANTONIO GERALDO DA ROCHA e da STOCK ASSET MANAGEMENT ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DE RECURSOS LTDA (fls. 265/271):

- Quanto ao argumento do Sr. Antonio Geraldo da Rocha de que milita no mercado financeiro por mais de quatro décadas, e jamais se envolveu em qualquer operação que pudesse de alguma forma, macular o bom conceito que desfruta e que jamais houve qualquer queixa ou pleito de qualquer investidor ou quotista quanto a administração de seus investimentos junto aos fundos administrados pelas instituições dirigidas pelo suplicante, o que, sem dúvida, é motivo de orgulho:

A respeito, reitero que este argumento não enfrenta as provas apresentadas de atuação em benefício de determinada cliente. De forma contrária ao alegado, espera-se de pessoas experientes uma atuação equilibrada, que impeça assimetrias que gerem ganhos irregulares. Assim, o argumento não auxilia a defesa;

- Quanto ao argumento de que está separado judicialmente da Sra. H. L. C. G. há 35 anos:

A respeito, observo que o fato apontado representa uma ligação entre o Recorrente e a cliente beneficiada. Logo, mesmo que a casamento tenha sido interrompido, o vínculo permanece. Aliás, o próprio Recorrente relata que "É certo que *independentemente da relação familiar*, H. G. sempre foi cliente das instituições financeiras das quais o suplicante atuou", ou seja, reconhece uma relação. Além disso, esta alegação não descaracteriza o fato de a Sra. H. L. C. G. ter sido beneficiada repetidamente nas operações relatadas. Assim, o argumento não auxilia a defesa.

- Quanto ao argumento de **inexistência de descrição da conduta culposa dos indiciados** ou de **inexistibilidade de conduta diversa**:

A respeito, observo que os autos trazem a descrição detalhada das infrações e os elementos de responsabilização dos acusados, ficando comprovadas, e evidenciadas, a autoria e materialidade das irregularidades. Além disso, as especificações posteriores, "*ao final do dia*" como esclarecido no item 6 do Termo de Acusação, beneficiando determinada cliente, é elemento que comprova a prática das irregularidades.

Também vale transcrever os seguintes trechos do Termo de Acusação:

33. Conforme o Sistema de Cadastro e os documentos de fls. 93-107, Antonio Geraldo da Rocha era o Diretor Responsável pela administração da carteira de valores mobiliários administrada pela Gestora, nos termos do inciso II do art. 7º da Instrução CVM nº 306/99, vigente à época dos fatos.

34. O art. 14, inciso II, da Instrução CVM nº 306/99 estabelece que a pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve "empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses de seus clientes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão".

35. Nota-se que o referido dispositivo estabelece, entre outros, que o administrador de carteira responde por qualquer infração que venha a ser cometida sob sua gestão. No caso concreto, restou comprovada a adoção de prática não equitativa pelo Sr. Marcos, por meio da utilização indevida da Conta Máster, com a finalidade de favorecer Henriqueta, cuja carteira de ações é administrada pelo Sr. Antonio Geraldo da Rocha e pela Gestora, no âmbito do Contrato. 36. Existem elementos suficientes nos autos que indicam que o Sr. Antonio Geraldo da Rocha e a Gestora contribuíram para a prática desse ilícito, sendo, portanto, também responsáveis por essa infração. Conforme apontado, o Sr. Antônio era sócio majoritário da Gestora, seu Diretor Responsável e ex-cônjuge de H., beneficiária direta da prática não equitativa impetrada.

Assim, os argumentos não auxiliam a defesa.

CONCLUSÃO

12. Diante do exposto, voto por conhecer e **negar provimento** aos Recursos apresentados, mantendo integralmente a Decisão da CVM.

É o voto.

Antonio Augusto de Sá Freire Filho – Conselheiro Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 24/07/2019, às 08:55, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **2673931** e o código CRC **2D865966**.



MINISTÉRIO DA ECONOMIA CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Processo 10372.100449/2018-30

Processo na primeira instância CVM RJ2016/1465

Relator: **ANTONIO AUGUSTO DE SÁ FREIRE FILHO**

Ementa: RECURSO VOLUNTÁRIO

DECLARAÇÃO DE VOTO DO CONSELHEIRO ÁLVARO AFFONSO MENDONÇA

1. Na 427ª Sessão de Julgamento do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, o Conselheiro Relator Antonio Augusto de Sá Freire Filho apresentou o seu Voto no Recurso ao presente Processo Administrativo Sancionador instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários, com o objetivo de analisar fatos e apurar responsabilidades pelo descumprimento aos incisos I e II, “d” da Instrução CVM nº 08/1979, referente a práticas não equitativas de mercado.
2. O meu Voto acompanha integralmente o Voto do Relator, negando provimento ao Recurso Voluntário e mantendo a condenação de primeira instância.
3. Todavia, diante da abordagem de elevada precisão metodológica adotada pelo Relator, anunciei a minha Declaração de Voto para acrescentar alguns pontos à esta metodologia, que podem ser úteis no futuro quando estiverem em julgamento recursos de ações semelhantes.
4. Apesar de haverem nos autos provas sólidas de irregularidades nas operações cursadas pelo Recorrente, a adoção de uma lógica matemática traz maior segurança ao julgamento desta modalidade de irregularidade. A seguir, pretendo tecer algumas considerações sobre a operação, suas características, bem como em complemento às considerações da ex-Diretora da CVM Ana Dolores Moura Carneiro Novaes, transcritas no Voto, e os elementos que respaldam as conclusões e também as limitações destes cálculos.

A operação

5. Esta modalidade de operação de especificações posteriores irregulares ficou conhecida por ter sido observada na CPI dos Correios, quando a Subcomissão de Fundos de Previdência analisou as operações de diversos fundos e verificou a realização de *day trades* (operações abertas e encerradas no mesmo dia) e de *swing trades* (operações com duração igual ou superior a um dia).
6. A constatação do mecanismo levou a uma mudança nas regras de especificação de comitentes na BM&F e na Bovespa (atual B3 - Brasil, Bolsa, Balcão) e também a um aprimoramento nos mecanismos de detecção de fraudes.
7. Outro ponto importante e muito bem relatado no presente processo é que as operações são repetidas sempre com a mesma quantidade e normalmente guardam uma particularidade de horário (algumas utilizam a abertura para iniciar a operação de *day trade* e outras adotam o horário de maior liquidez, visando diluir a presença da operação viciada).

8. A operação do tipo *swing trade* se mostraram mais difíceis de apurar e acabaram sendo o foco atual de supervisão dos reguladores por algoritmo. O objetivo desta operação é fazer com que o fundo de pensão encerre o dia com a posição que ofereça o primeiro ajuste negativo e a posição da contraparte da operação com o primeiro ajuste positivo.

Considerações estatísticas

9. A conclusão do Relator do Recurso Voluntário é respaldada por uma lógica proveniente da teoria de finanças, que determina que o preço de um ativo financeiro segue um processo estocástico denominado de “Caminho Aleatório”.
10. Por essa teoria, a fórmula que determina a trajetória de deslocamento dos preços é a seguinte:

$$dP/P = \mu + \sigma dZ$$

- dP/P representa a variação percentual no preço P que desejamos explicar;
 - μ é denominado *drift*, a denominação para a de tendência dos preços, sendo de alta se o termo é positivo, de baixa se é negativo ou zero se os preços se deslocam lateralmente, sem tendência;
 - σ é o desvio padrão da variação do preço do ativo e fornece a quantidade de deslocamento que se pode esperar para o preço em um determinado deslocamento, e
 - dZ é um processo aleatório associado a uma distribuição de probabilidade.
11. Vamos começar pelo último termo dZ . Ele é que confere a imprevisibilidade do deslocamento dos preços e segue uma distribuição de probabilidade, que pode ser uma distribuição discreta, como a corretamente empregada na elaboração do Voto do Relator, pois o investidor acusado pela CVM tem características de baixa frequência, ou contínua, como é observada nos negócios realizados em alta frequência.
12. A teoria que suporta a fórmula para a variação dos preços aponta para uma distribuição simétrica, com igual probabilidade de alta e de baixa, o que faz com que os resultados dos preços se aproximem aos de um lançamento de moeda, embora não sejam exatamente iguais. No caso dos preços, no entanto, eles podem subir, cair ou ficarem estáveis no próximo intervalo de tempo (modelo discreto trinomial) e a moeda só pode ter como resultado cara ou coroa (modelo binomial). Na prática a aproximação pelo modelo binomial é significativa e não produz grandes diferenças.

13. A distribuição de probabilidade garante que os movimentos dos preços ocorram independentemente do que está acontecendo no mercado, caracterizando o que se denomina de “ruído branco”. O ruído branco deve se manter ao longo do tempo com as mesmas características. Se o mercado de um determinado ativo se comportar com uma distribuição de probabilidade condicionada a algum evento ela é denominada de “ruído colorido”, ou seja, quando alguma presença ou situação se modificar e isso influenciar o mercado a subir ou cair mais do que o normal, revelaria uma potencial manipulação de mercado.
14. Um exemplo de acompanhamento do ruído colorido ocorre na formação da PTAX, que tende a ser distorcida nos finais de períodos – para alteração dos resultados dos balanços em dólares – ou nos vencimentos de contratos futuros de ações, quando existe uma movimentação muito intensa e algumas vezes tendenciosa nos preços das ações de primeira linha. Outro exemplo é quando a bolsa costuma mostrar uma forte elevação nos preços de algumas ações próximo do final do período de apuração da taxa de performance dos fundos. Esses movimentos são conhecidos e monitorados por algoritmos, inibindo as atuações irregulares.
15. A volatilidade dos preços σ também é responsável por aspectos curiosos no mercado financeiro. É comum observar uma assimetria de velocidade entre a alta e a baixa nos preços. Para as ações e índices do mercado acionário se observa que a baixa nos preços é sistematicamente mais forte do que a alta, e no mercado de câmbio a alta é sistematicamente mais forte do que a baixa (por conta da percepção ao risco).
16. O *drift* tem uma função importante na análise, pois dependendo do momento em que se toma a amostra de cotações pode ser observada uma probabilidade de sucesso mais elevada para o comprador – em tendência de alta - ou para o vendedor – em tendência de baixa. Esses deslocamentos com relação ao valor de 50%, entretanto, não chegariam a ser relevantes quando as operações ocorrerem em baixa frequência, como é o caso das operações objeto do presente processo.

Da análise por algoritmo

17. O uso de modelos matemáticos na supervisão dos mercados vem ganhando sofisticação no mundo todo e os algoritmos passaram a representar a melhor ferramenta de avaliação das operações, portanto é recomendável serem compreendidos e aplicados na formação de juízo sobre eventos como os trazidos por este PAS. Segundo Karen Yeung, em *Algorithmic Regulation: a critical interrogation. Journal of Regulation and Governance* (2018), vol. 12 pp 505-523, diversos processos de supervisão estão sendo desenvolvidos com o apoio da estatística e de técnicas de ciência de dados, atuando em diversos pontos da negociação ou da pós-negociação para identificar práticas não equitativas, manipulação de mercado e outras irregularidades.
18. A técnica utilizada para identificação da possível irregularidade é proveniente da filosofia, onde a negação da antítese pode explicar a tese. Na matemática, essa técnica tem o nome

de “prova por absurdo” e foi muito bem empregada no Voto do Conselheiro Antonio Augusto de Sá Freire Filho. Vejamos a seguir os detalhes da brilhante construção do argumento:

19. Tese: Foi levantada pela CVM a tese de que teria ocorrido irregularidade nas operações conduzidas pelo Recorrente com a seleção de resultados para a realização da especificação de negócios com a imposição da perda para outro investidor específico.

Antítese: Neste caso, hipótese que não se verifica nos autos, o operador consegue realizar as operações com uma taxa de sucesso extraordinária, sendo a especificação posterior apenas um mero procedimento operacional e o resultado do fundo de pensão um acaso.

20. A demonstração matemática apresentada pelo Relator evidencia que para a ocorrência da antítese, os resultados seriam obtidos com uma probabilidade muito próxima de zero. Como a teoria da probabilidade considera a probabilidade total (100%) como a probabilidade de ocorrência da antítese somada com a da tese, temos como consequência que a antítese pode ser rejeitada, por absurdo, e que a tese deve ser acatada com probabilidade próxima de 100%.

21. Alguns elementos poderiam tornar o julgamento desta operação mais complexo, como, por exemplo, se diversos participantes estivessem se revezando na “garantia” de resultados. Neste caso hipotético, a análise seria através da técnica de *clustering*, agrupando os participantes que possuem características próximas e que atuam de forma semelhante. A complexidade desta análise é reduzida pela ocorrência do chamado “ruído colorido”, observado pela elevação do sucesso do investidor apenas quando outro determinado tipo de investidor atua no mesmo intermediário. Pode-se citar como exemplo quando os investidores agem em grupos com um fundo de investimentos ou fundo de pensão atuando como “garantidor” dos resultados e as contrapartes ganhadoras por “seguro” trocam de posição constantemente, mas sempre na mesma corretora, e só atuam naquele ativo e na quantidade específicos quando o “segurador” está no mercado.

22. O mesmo processo de análise por *clustering* é adotado pela supervisão do Banco Central do Brasil durante o período de formação da PTAX e pela BSM Supervisão de Mercados nas datas que se aproximam dos vencimentos dos mercados futuro ou de opções.

Da aplicabilidade das análises

23. Como vimos acima, a partir da análise da antítese, realmente o resultado esperado para a operação com esse nível de sucesso é próxima de zero e a probabilidade de ocorrência de um único evento é próxima de 50%, com pequenas flutuações para mais ou para menos, dependendo da tendência do mercado (*drift*) e do grau de assimetria de velocidade entre as altas e as baixas de preços.

24. Essas conclusões, no entanto, estão restritas às operações que ocorrem em baixa frequência, como as operações abordadas no PAS. Nas operações em que o investidor cujas operações são analisadas opera em regime de alta frequência, realizadas por computadores (robôs) empregando algoritmos de negociação, não podem ser aplicadas as mesmas conclusões.
25. Por incrível que possa parecer, o mundo da alta frequência permite que ocorra uma distorção considerável nas distribuições de probabilidade de sucesso deste investidor orientado por algoritmo. Isso porque os robôs podem calcular qual seria o próximo movimento do mercado, com uma probabilidade bem superior a 50%. Isso nos faz entender a razão para que cerca de 60% de todos os negócios realizados no mundo em câmbio ou em bolsa são originados em algoritmos, sem qualquer interferência humana.
26. Como analisar as ordens dessas máquinas de negociação? Pela elevada frequência de ofertas e de negócios não podemos mais utilizar as distribuições de probabilidade discretas (distribuições binomial e multinomial) para rastrear eventuais manipulações e outras irregularidades (as máquinas não se envolveriam em operações como as relatadas, mas poderiam praticar outras que não são menos danosas aos investidores ou à estabilidade do mercado).
27. A previsibilidade do movimento dos preços vem da ocorrência de movimentos de reação à chegada de notícias ao mercado ou de um novo fluxo de recursos, causando o denominado “choque de preços”. Durante o dia, as notícias e ordens de compra ou de venda de elevado valor costumam causar um deslocamento exagerados nos preços que duram por alguns segundos ou minutos, dependendo da liquidez do ativo, e depois retornam à normalidade. Esses são os choques de preços aproveitados pelos robôs e algumas vezes “produzidos” por esses investidores para obter vantagens.
28. Os choques de preços causam distorções nas distribuições de probabilidade e tornam o próximo movimento muito previsível para quem consegue perceber rapidamente o movimento e calcular a sua duração, como os robôs. Para esse cálculo, são medidos os deslocamentos da distribuição de probabilidade para a ocorrência de uma alta ou para uma baixa de preços no próximo negócio e o grau de certeza deste movimento. São derivações do Teorema de *Fokker-Plank*, que é um teorema da física nuclear, empregado para descobrir a probabilidade para a posição de uma partícula. Empréstando a metodologia desse Teorema para finanças, é possível aos robôs identificarem a direção do próximo movimento com uma probabilidade superior aos 50%, bem como a dimensão deste deslocamento com uma razoável probabilidade, basta que as operações sejam muito rápidas e muito frequentes.
29. Mas surge então algumas dúvidas: os robôs ganham sempre? Não, por uma razão simples: eles competem por esse próximo movimento. A chave para eles é a velocidade, que já saiu do milésimo de segundo para o microssegundo. Quem seriam os ganhadores e os perdedores do mercado com essa nova forma de atuação? Alguns robôs ganham, outros simulam movimentos de preços criando condições artificiais de mercado e muitos perdem e, para o azar das pessoas físicas, cujo cérebro não consegue acompanhar a

velocidade e os cálculos das máquinas e ainda são repletas de medos e emoções que turvam o raciocínio, resta a posição de grande perdedor nas operações de *day trade*, conforme trabalho elaborado pelos pesquisadores Fernando Chague e Bruno Giovannetti para a CVM com base no período de 2012 a 2017 (mais de 90% das operações de *day trade* de pessoas físicas resultaram em perda financeira).

Conclusão

30. A digressão constante desta Declaração de Voto é realizada para registrar elementos que julgo serem importantes para apoiar futuras decisões do CRSFN envolvendo operações semelhantes, e para parabenizar o Relator pela brilhante análise em seu Voto que acompanho integralmente.

É o voto.

Álvaro Affonso Mendonça – Conselheiro.



Documento assinado eletronicamente por **Álvaro Affonso Mendonça, Conselheiro(a)**, em 01/08/2019, às 12:05, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3297100** e o código CRC **E3D74CCE**.