



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.009351/2017-61

Reg. Col. nº 1009/18

Acusados: Fernando Reina Rebane

Assunto: Prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.
Infração ao item I da Instrução CVM nº 8/1979.

Diretor Relator: Henrique Machado

VOTO

I. OBJETO

1. Conforme relatado, o presente processo administrativo sancionador foi instaurado pela SMI¹ para apurar a suposta prática não equitativa pela qual Fernando teria sido beneficiado na negociação de contratos futuros de dólar em detrimento de outros investidores da corretora I.B., comportamento definido no item II, “d”, e considerado ilícito no item I da Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979.

II. PRELIMINAR

2. Antes de examinar o mérito da Acusação, cabe enfrentar a preliminar de prescrição quinquenal, prevista no art. 1º da Lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999, alegada pelo Acusado.

3. Sobre o prazo de prescrição, assim dispõem os artigos 1º e 2º da Lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999, que regula o prazo de prescrição para o exercício da ação sancionadora no âmbito da Administração Pública Federal:

Art. 1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia,

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado.

§1º Incide a prescrição no procedimento administrativo paralisado por mais de três anos, pendente de julgamento ou despacho, cujos autos serão arquivados de ofício ou mediante requerimento da parte interessada, sem prejuízo da apuração da responsabilidade funcional decorrente da paralisação, se for o caso.

§2º Quando o fato objeto da ação punitiva da Administração também constituir crime, a prescrição rege-se pelo prazo previsto na lei penal. (...)

Art. 2º Interrompe-se a prescrição da ação punitiva: I – pela notificação ou citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital; II - por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato; III - pela decisão condenatória recorrível; IV – por qualquer ato inequívoco que importe em manifestação expressa de tentativa de solução conciliatória no âmbito interno da administração pública federal.

4. Com relação ao termo “*ato inequívoco que importe apuração do fato*” contido na mencionada legislação, cabe registrar que está pacificado neste Colegiado² que ele não se refere somente ao ato que instaura o processo administrativo sancionador, nem depende da prévia ciência dos acusados³. Com efeito, qualquer ato administrativo documentado que impulse o processo administrativo de investigação, inclusive na etapa investigativa, prévia, portanto, à instauração do processo sancionador, é apto a interromper o prazo prescricional de cinco anos dado pelo art. 1º da Lei nº 9.873/1999.

5. Como visto, o presente processo trata de infração que se protraiu no tempo, constituída por diversas operações de compra e venda de DOL realizadas na mesma corretora, mediante especificação posterior das ordens, especificação esta que constituiria, no sentir da SMI, o ardil utilizado pelo intermediário para beneficiar o Acusado. Neste contexto, a teor da regra geral estabelecida no mencionado art. 1º, o fato objeto da investigação é contado a partir do dia em que o agente deixou de praticar o ato considerado ilícito.

6. Como a última negociação relatada no processo ocorreu em **24.08.2012**, não há de se falar em prescrição quinquenal, porquanto é possível observar que a fluência do prazo quinquenal se interrompeu, **em 09.05.2016**, com a emissão do Ofício nº 11/16 (doc. SEI 0105969) intimando Fernando a prestar esclarecimentos sobre as indigitadas negociações. A emissão do ofício pela área técnica deflagrou nesta Autarquia as investigações que, ao final, deram causa à instauração do presente processo sancionador, sendo, portanto, o primeiro ato praticado com intuito inequívoco de dar impulso à investigação, apto, por isso, a interromper o prazo prescricional.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

7. Após a expedição daquele ofício inaugural pela SMI, sobrevieram outros atos interruptivos da prescrição punitiva demonstrando que a investigação seguiu seu regular curso, como a emissão do termo de acusação em **08.11.2017** (Doc SEI nº 0383761). Já na fase sancionadora⁴, o Acusado foi citado para apresentar sua defesa em **24.11.2017** (Doc SEI nº 0394883). Assim, o prazo prescricional foi interrompido sem que, em nenhum momento entre os atos de apuração, tenha transcorrido intervalo superior a cinco anos.

8. Por tais razões, rejeito a preliminar de prescrição quinquenal suscitada pelo Acusado.

9. Também não verifico no presente processo a ocorrência da prescrição intercorrente, cujo prazo é de três anos, nos termos do §1º do art. 1º da Lei nº 9.873/1999.

10. Conforme entendimento consolidado deste Colegiado² e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”)³, a prescrição intercorrente somente é aplicável a partir do momento em que estiver instaurado o processo administrativo sancionador, isto é, depois da intimação dos acusados para apresentação de defesa. Nesses julgados, também se consolidou o entendimento de que atos que impulsionam o processo têm o condão de interromper o prazo prescricional de três anos, inclusive os de mero expediente, consoante entendimento igualmente ratificado pelo Tribunal Regional Federal da 2ª Região⁴.

² V. PAS CVM nº 22/1994, Diretor-Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 15.04.2004; PAS CVM nº 11/2002, Diretora-Relatora Luciana Dias, j. 26.02.2013; PAS CVM nº 08/2012, Diretora-Relatora Ana Novaes, j. 16.12.2014; PAS CVM nº 23/2010, Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 04.11.2014; PAS CVM nº RJ2010/3695, Diretor-Relator Pablo Renteria, j. 15.12.2015; PAS CVM nº 11/2013, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, j. 30.01.2018; PAS CVM nº RJ2003/2759, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, j. 20.02.2018; PAS CVM nº 18/2013, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, j. 08.05.2018.

³ Acórdão CRSFN nº 11434/15, Recurso nº 11411, 375ª Sessão, Cons. Rel. Bruno Meyerhof Salama, j. 27.01.2015; Acórdão CRSFN nº 285/2017, Recurso nº 13.600, 403ª Sessão, Cons. Rel. Flávio Maia Fernandes Dos Santos.

⁴ Vale transcrever o acórdão na íntegra: “Processo Administrativo. ANP. Prescrição Intercorrente. Art. 1º, §1º, Lei 9.873/99. incoorrente. I - Inicialmente, cumpre trazer à colação o teor do art. 1º, § 1º, da Lei n.º 9.873/99, o qual dispõe que ‘incide a prescrição no procedimento administrativo paralisado por mais de três anos, pendente de julgamento ou despacho. II - Em sendo assim, instaurado o procedimento administrativo, caso a Administração deixe o mesmo pendente de julgamento ou despacho por mais de três anos, forçoso será reconhecer a prescrição da pretensão punitiva. III - In casu, pela análise dos documentos acostados aos autos, não se depreende que o procedimento administrativo ora em análise ficou paralisado desde a autuação, pendendo de julgamento ou despacho por mais de três anos. IV - Destarte, cumpre destacar que, quando a Administração pratica atos que impulsionam o processo, ainda que seja despacho de mero expediente, não estará caracterizada a inércia da mesma, não havendo, portanto, que se falar em prescrição intercorrente a que se refere o artigo 1º, § 1º, da Lei nº 9.873/99 V -



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

11. O processo administrativo sancionador começou em **24.11.2017**, quando o Acusado foi intimado a apresentar sua defesa, iniciando-se a partir daí a fluência do prazo de três anos da prescrição intercorrente. Esse prazo, contudo, foi interrompido pela distribuição dos autos, por meio de despacho emitido em **10.04.2018** pela Secretaria Executiva da Presidência (Doc SEI nº 0489380), para minha relatoria, a demonstrar a existência de ato expedido para impulsionar o processo administrativo em direção à sua conclusão, apto a interromper, por isso, a prescrição intercorrente.

12. Assim, não se observa a fluência de prazo superior a três anos desde o referido despacho e a realização do presente julgamento. Afasto, portanto, a incidência da prescrição intercorrente no presente processo.

III. MÉRITO

13. A irregularidade apurada por meio do presente processo é a de que Fernando teria se beneficiado mediante a realização de operações de compra e venda de contratos no mercado futuro da BM&F, a configurar, no sentir da SMI, prática não equitativa vedada pelo item I e conceituada pelo item II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 8/1979, *in verbis*:

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.

14. O Colegiado da CVM⁵ já teve diversas oportunidades de se manifestar sobre esse tipo de prática ilícita, quando o agente aproveita-se da possibilidade da

Remessa Necessária e Apelação da ANP providas” (TRF da 2ª Região, Sétima Turma Especializada, Processo n. 2004.5101.0140181, Rel. Des. Reis Friede, j. 02.03.2011).

⁵ PAS CVM nº 20/2005, Rel. Dir. Eli Loria, julg. em 12.04.2011; PAS CVM nº 13/05, Rel. Dir. Otávio Yazbek, julg. em 25.06.2012; PAS CVM nº 21/2006, Rel. Dir. Ana Novaes, julg. em 07.08.2012; PAS CVM nº 08/2004, Rel. Dir. Luciana Dias, julg. em 06.12.2012; PAS CVM nº 30/2005, Rel. Dir. Roberto Tadeu, julg. em 11.12.2012; PAS CVM nº 01/2010, Rel. Dir. Roberto Tadeu, julg. em 09.07.2013; PAS CVM nº SP2007/140, Rel. Dir. Otávio Yazbek, julg. em 15.10.2013; PAS CVM nº SP2010/178, Rel. Dir. Roberto Tadeu, julg. em 25.03.2014; PAS CVM nº 04/2010, Rel. Dir. Ana Novaes, julg. em 23.09.2014; e PAS CVM nº RJ2016/1465, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, julg. em 15.05.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

especificação posterior das ordens para conseguir, a partir da análise da evolução dos preços dos contratos ao longo do pregão, os “melhores” negócios de modo a obter recorrentes lucros por meio de operações *day trade*.

15. Dito isso, cabe reconhecer, desde logo, que a SMI coligiu conjunto probatório suficiente para demonstrar a ocorrência do ilícito no presente caso.

16. Como visto, Fernando realizou, entre janeiro de 2011 e agosto de 2012, 249 operações de compra e venda em mesmo dia (“*day trade*”) de contratos futuros de dólar (“DOL”) por intermédio da corretora I.B., com taxa de sucesso (92%) e lucro total de R\$1.411.666,00. Os ajustes das negociações com resultado negativo teriam representado tão somente 2% do total dos ajustes do investidor. O operador A.M.G. responsável pela execução das ordens na corretora é cunhado de Fernando e inseria as ofertas no sistema de negociação sem a identificação final do cliente. Após a execução dos negócios, quando já eram conhecidos os resultados, os melhores preços, ao menos uma das “pontas” da operação era direcionada para Fernando, em detrimento de outros clientes da corretora.

17. Desta maneira, diversas ordens de compra e venda de DOL eram executadas e, somente após conhecida a evolução dos preços futuros do dólar americano, as operações tinham suas especificações finais de comitente decididas, isto é, os pares de compra e venda dos *day trades* eram “casados”.

18. A principal evidência do direcionamento de resultados no presente caso aparece da constatação de que, num destacado intervalo de tempo, Fernando obtém lucros sistemáticos e percentual de acerto extraordinário na negociação de contratos de DOL. Como se sabe, a negociação no mercado futuro pressupõe a alavancagem das posições assumidas pelo investidor, o que acarreta lucros e prejuízos superiores à negociação no mercado à vista, na medida em que cada variação no preço do ativo-objeto representa um aumento do investimento proporcional ao fator de alavancagem desejado pelo investidor. Diante do risco inerente deste tipo de operação, e ainda que o investidor seja contumaz negociador e conhecedor de sofisticadas estratégias de investimento, é de se esperar que os resultados derivados das diversas estratégias de investimento oscilem entre ajustes positivos e negativos na negociação de contratos futuros⁶.

⁶ Em julgamento envolvendo a recorrência de resultados positivos na negociação de contratos futuros, o Diretor Gustavo Borba resumiu bem a questão ao consignar no julgamento do PAS CVM nº 06/2012, de 20.08.2018, que: “Considerando que a negociação no mercado futuro pressupõe a assunção de riscos pelo comitente, ainda que este último seja investidor experiente, habituado a acompanhar a evolução do mercado e que se valha de diferentes estratégias de investimento, é de se esperar sempre alguma alternância entre resultados positivos e negativos”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

19. Sobre o tema, cabe destacar que o Colegiado⁷ já reconheceu em diversas oportunidades que a probabilidade de um investidor obter repetidos e frequentes ganhos na negociação de *day trades* no mercado futuro é ínfima. Assim, resultados consistentemente positivos na negociação de contratos futuros, na maior parte dos casos, só podem ser explicados, pela existência de um esquema de manipulação das especificações dos comitentes finais das operações.

20. Para exemplificar a irregularidade que ora se analisa, cabe destacar que, no pregão de 24.05.2012, Fernando comprou e vendeu 430 contratos de DOL obtendo mais de R\$112 mil, enquanto a S.L.W. e o Fundo XMZ compraram e venderam 130 e 975 contratos cada um, respectivamente, tendo prejuízos da ordem de R\$20 mil. Considerando ainda que essas negociações foram todas executadas pelo operador A.M.G., que registrou as ofertas no sistema de negociação com código “0” de cliente e, após a execução do negócio, quando conhecido os resultados, procedeu à especificação simultânea dos comitentes finais, resta evidente que o operador foi essencial para colocar Fernando em indevida posição de vantagem em relação aos demais investidores que negociaram o mesmo ativo.

21. Aliás, esse padrão foi constantemente observado nas negociações realizadas pelo Acusado, sendo que algumas operações sequer tinham registro de ordem prévia, a demonstrar que não se tratava de uma ocorrência isolada, mas uma forma de agir adotada com finalidade de beneficiar o Acusado.

22. Diante disso, não merece acolhida o argumento de que os excelentes resultados obtidos por Fernando poderiam ser atingidos a partir de sua experiência profissional e conhecimento técnico direcionados para um algoritmo responsável pela tomada de decisões de investimento, pois a sequência dos sucessivos ganhos envolvendo 249 operações “*day trade*” no mercado futuro demonstra que tal

⁷ No julgamento do PAS CVM nº 21/0614, a Diretora Ana Novaes consignou em seu bem elaborado voto condutor que: “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, como se sabe, não é o caso, nem mesmo para as instituições financeiras. Devemos lembrar que os investidores aqui investigados são pessoas físicas, sem maiores acessos a informações sobre o mercado de renda variável. (...). o futuro do índice Bovespa é extremamente líquido, o que limita ganhos com operações de arbitragem. Considerando que a negociação em day-trade traz uma chance aleatória de ganhar ou perder, equivalente ao lançamento de uma moeda, as probabilidades de os acusados terem obtido o percentual de ganhos que obtiveram mostram-se ínfimas, (...) Observe-se que a probabilidade da MMC CC ter obtido ganhos positivos em 98 dos 100 pregões em que participou através da Corretora Solidez é de 1 em 257 setilhões. Evidentemente, esta sequência de ganhos da MMC CC não é fruto do acaso. O que este número mostra é que é impossível, na experiência prática, se lançar uma moeda para cima 100 vezes e se obter 98 caras ou 98 coroas. A moeda teria de estar viciada”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

performance somente poderia ser consequência da distribuição artificial dos resultados das operações.

23. Não bastassem os elementos de prova já descritos, Fernando tinha vínculo pessoal com o operador A.M.G., conforme reconhecido em depoimento prestado à CVM. Essa relação próxima possibilitou ao Acusado repassar operações originalmente destinadas à sua conta pessoal para o Fundo XMZ, alterando, com isso, o processamento natural das ordens de negociação. Tal fato demonstra a interferência indevida do Acusado, com auxílio material do operador, na execução dos negócios realizados no mercado futuro.

24. Sobre o operador A.M.G., importa registrar que, tendo por base os mesmos fatos descritos neste processo, ele foi condenado pela Turma do Conselho de Supervisão da BSM à penalidade de inabilitação temporária por um ano, por prática não equitativa.

25. Todos esses fatos devidamente comprovados nos autos do presente caso conduzem a segura conclusão que Fernando é responsável por prática não equitativa na negociação de contratos futuros de DOL, em infração ao item I c/c item II, “d”, da Instrução CVM nº 8/1979.

IV. CONCLUSÃO

26. Quanto à dosimetria da pena, é importante registrar que a prática não equitativa causa dano à higidez do mercado de capitais por reduzir a confiabilidade dos agentes que nele atuam, motivo pelo qual essa conduta é considerada infração grave, nos termos do inciso III da Instrução CVM nº 8/1979.

27. Além da gravidade em abstrato da infração, é preciso considerar, como agravantes, a prática reiterada do ilícito que se protrau ao longo dos anos de 2011 e 2012, bem como a expressiva vantagem econômica obtida pelo Acusado.

28. Por outro lado, reconheço como atenuante os bons antecedentes de Fernando.

29. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, voto pela condenação de Fernando Reina Rabane, à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$3.245.455,78 (três milhões, duzentos e quarenta e cinco mil, quatrocentos e cinquenta e cinco reais e setenta e oito centavos), correspondente a 1,5 vezes o valor do benefício auferido atualizado⁸, em razão da realização de negócios em que restou configurado o uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, prática

⁸ O valor do benefício auferido foi atualizado pelo IPCA-E de março de 2019 tendo como data inicial a data do último pregão realizado pelo Acusado (Anexo I).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

vedada pelo item I, conforme descrito no Item II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 8/1979, falta considerada grave para fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976.

É o voto.

Rio de Janeiro, 23 de junho de 2020.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR RELATOR