

Declaração de Voto

01. As propostas de termo de compromisso ora em análise referem-se à acusação de irregularidades em operações que "se constituiriam em meros artifícios criados para possibilitar a execução de um esquema, comandado pela São Paulo CV Ltda, que utilizou o mercado de opções flexíveis de dólar(1) com a finalidade de simular a realização de operações aparentemente lícitas, mas que de fato foram arranjadas de modo a gerar lucro para os participantes interessados em apresentar ganhos e prejuízos para aqueles interessados em apresentar perdas". O termo de acusação conclui que essas operações seriam fraudulentas.

02. É importante notar que, segundo a Comissão de Inquérito, o objetivo das operações não é a obtenção de lucro, mas sim a transferência de resultado (isto é, a intenção de uma das partes seria obter prejuízo, transferindo o lucro para outra). Dessa forma, mesmo as partes que perderam recursos teriam atingido seus objetivos.

03. Para analisar as propostas de termo de compromisso e sua adequação à conduta e à infração de cada uma das pessoas envolvidas, é importante definir a conduta individualizada de cada uma delas. Com esse objetivo, é possível distinguir as condutas em duas categorias. Na primeira, encontram-se a São Paulo CV Ltda. ("Corretora São Paulo"), Laeta S/A Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários ("Laeta"), Ipanema S.A. Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários, atualmente denominada Forte S.A. CCTVM ("Forte Corretora"), Fair Corretora de Câmbio e Valores Ltda. ("Fair"), Cruzeiro do Sul Corretora de Mercadorias Ltda. ("Corretora Cruzeiro do Sul"), Bônus-Banval Commodities Corretora de Mercadorias Ltda. ("Bônus-Banval") e os diretores responsáveis e agentes(2) (esses diretores e agentes, juntamente com as pessoas jurídicas acima mencionadas a que são ligados, serão doravante denominados simplesmente por "Intermediários"). Os Intermediários foram responsáveis pelo registro na Bolsa de Mercadorias & Futuros ("BM&F") as operações consideradas fraudulentas pela Comissão de Inquérito. Exceto no caso da Corretora Ipanema, apenas contraparte. Os Intermediários são agentes do sistema de distribuição (diretamente, no caso das pessoas jurídicas ou como representantes desses agentes), enquanto os demais indiciados são, apenas, investidores (todos, em conjunto e indistintamente, serão doravante denominados, simplesmente, por "Investidores").

04. Dada a disparidade dos deveres e obrigações impostos aos Intermediários e aos Investidores, a análise da conveniência e oportunidade da celebração do termo de compromisso deve levar em conta, primeiramente, a diferença de deveres e obrigações impostos a cada classe de indiciados. Enquanto os Intermediários assumem, perante o mercado, não só a obrigação de obedecer a legislação, mas atuam, também, como um dos pilares necessários à confiança e respeitabilidade do mercado de valores mobiliários, atuando como agentes asseguradores do cumprimento das regras estabelecidas por terceiros ("gatekeepers", na linguagem norte-americana) - ou seja, além de cumprir as normas, os Intermediários devem zelar para que as pessoas que atuam por seu intermédio também cumpram essas normas. Já os Investidores, são meros "usuários" do mercado, e, nessa condição, estão desobrigados de zelar para que os demais participantes do mercado cumpram com suas obrigações. A eles é imputado apenas o cumprimento de suas próprias obrigações. Investidores não são, portanto, "gatekeepers".

05. Feita essa distinção preliminar, que será utilizada como base do meu voto, passo a analisar as propostas de termo de compromisso. É importante notar que nem todos os indiciados apresentaram proposta de sua celebração. Entre os Intermediários, apresentaram propostas a Corretora São Paulo e seu diretor responsável ("Proposta Intermediário 1") e a Forte Corretora e seu diretor responsável ("Proposta Intermediário 2"). Entre os Investidores, apresentaram propostas Mauro Lança Freitas Vale e José Dorneles Freitas Vale, em conjunto ("Proposta Investidor 1"), Grandfood Indústria e Comércio Ltda. e Flávio Maluf, em conjunto ("Proposta Investidor 2"), Gramercy Participações Ltda., Jay Johnston, Robert Koenigsberger e Ronen Olshansky, em conjunto ("Proposta Investidor 3").

06. Entre as propostas dos Investidores, a análise da conveniência e oportunidade da celebração do termo de compromisso deve levar em consideração os valores envolvidos nas operações por eles realizadas. Em suas propostas, os Investidores combinaram o pagamento de um determinado valor em conjunto com a suspensão de atividades junto à BM&F(3). Apresento abaixo um quadro com o valor das operações (4) consideradas fraudulentas pela Comissão de Inquérito e os termos da proposta:

| | Valor das Operações | Pagamento | Suspensão |
|-----------------------|---------------------|-------------------|-----------|
| Proposta Investidor 1 | R\$1.370.160,00 | 60 cestas básicas | 5 anos |
| Proposta Investidor 2 | R\$300.500,00 | R\$300.500,00 | 2 anos |
| Proposta Investidor 3 | R\$3.198.000,00 | R\$70.000,00 | Não há |

07. A celebração de um termo de compromisso mostra-se conveniente e oportuna, quando as obrigações a serem assumidas pelo administrado, além das condições requeridas nos incisos I e II do art. 11, §5º da Lei 6.385/76, seja proporcional à infração (dano imposto ao terceiro, benefício auferido ou prejuízo evitado), de modo a servir não só como reparação, mas, também, cumprir com a função preventiva de outros delitos.

08. No caso das três propostas acima, apenas a Proposta Investidor 2 preenche esse requisito, uma vez que os indiciados estão devolvendo todo o valor das operações, que é superior, inclusive ao benefício que eles possam ter auferido e, ainda, comprometem-se a não atuar no mercado atingido por dois anos.

09. O valor proposto parece ser superior ao que seria imposto em eventual condenação, uma vez que ele é bastante superior ao ganho obtido (quase três vezes a economia fiscal), mesmo desprezando outros custos para a realização da operação, o que é normalmente utilizado como parâmetro para condenações.

10. Ainda a esse respeito é importante notar que o valor proposto é o dobro de um dos critérios para estabelecimento da multa máxima (5) e (6) e pouco inferior ao outro(7). Ele representa, também, 61% do outro critério (R\$500.000,00). Esse critério, no entanto, dificilmente seria aplicado no caso concreto, ou, se fosse, dificilmente seria aplicado em seu valor máximo aos indiciados proponentes, uma vez que outros indiciados em situações similares à dos proponentes (indiciados-investidores) realizaram operações em valores muito superiores à deles e, se adotado aquele critério, as penas impostas aos demais indiciados que teriam cometido infrações similares deveriam ser proporcionais.

11. Além disso, a proposta combina pagamento em dinheiro e suspensão de operações na BM&F pelo prazo de dois anos. Se o caso fosse levado a julgamento, a CVM não poderia impor penalidade similar, uma vez que não é a nós facultado combinar, em decorrência de uma mesma imputação, penas de natureza distinta.

12. Deve-se ter em conta, ainda, que um dos proponentes é apenas administrador do investidor e nessa condição, dificilmente, seria condenado, uma vez que pessoas físicas representantes de pessoas jurídicas investidoras só têm sido condenadas pela CVM quando eles próprios cometem a infração e não quando a infração é cometida pela pessoa jurídica que ele representa. Decisão prévia da CVM tem responsabilizado os representantes de pessoas jurídicas, apenas quando esses representantes são também os responsáveis por atividade sujeita o registro para sua prática e fiscalização pela CVM, desde que essa responsabilidade esteja prevista na legislação aplicável. Caso contrário, a responsabilidade é apenas da pessoa jurídica.

13. Por fim, é importante lembrar que o termo de compromisso permite que os indiciados sofram, de forma quase imediata e voluntária, as conseqüências da atuação fiscalizatória da CVM, atendendo os princípios da eficiência e economicidade.

14. A Proposta Investidor 3, por seu turno, não é compatível com o benefício auferido. Isso porque, se a Comissão de Inquérito está correta ao pressupor que as operações foram feitas para fins fiscais, o prejuízo gerado pelas operações geraria uma dedução de imposto de renda e contribuição social sobre o lucro de, aproximadamente, 34% (valor pouco superior a R\$1.000.000,00). Se a operação teve custo de 10%, os indiciados teriam obtido um benefício de R\$700.000,00 ou 10 vezes o valor proposto para a celebração do termo de compromisso. A obrigação adicional – não atuar na BM&F – pode não ter qualquer custo para eles, já que são apenas investidores e, pelo que se apurou, teriam utilizado a BM&F apenas para registrar as operações fraudulentas. Assim, aceitar a celebração do termo de compromisso com base na proposta feita acaba por incentivar o descumprimento da legislação por terceiros, já que o custo, se e quando descoberto o ilícito, é inferior ao ganho.

15. A Proposta Investidor 1 é curiosa, pois, se a Comissão de Inquérito estiver correta, os indiciados que a fizeram teriam atuado como "laranjas", recebendo o lucro da operação e devolvendo-o mediante o recebimento de alguma comissão. O lucro desses indiciados, portanto, não é facilmente identificado, sem a colaboração deles. Dessa forma, como não há confissão do ilícito e identificação do montante recebido em comissão, a proposta só seria conveniente se fosse devolvido todo o valor do lucro (reduzido pelo imposto de renda e CPMF pagos). Apurando-se o valor recebido como comissão para fazer parte da operação, o valor do termo de compromisso poderia ser ponderado com base nessa quantia. Dessa forma, mostra-se inconveniente e inoportuna a celebração da Proposta Investidor 1.

16. As propostas dos Intermediários também combinam pagamento e suspensão, como nas propostas dos Investidores. Apresento abaixo quadro similar ao relativo às propostas dos Investidores:

| | Valor das Operações | Pagamento | Suspensão |
|--------------------------|---------------------|---------------|-----------|
| Proposta Intermediário 1 | R\$18.735.920,00 | R\$100.000,00 | Não há |
| Proposta Intermediário 2 | R\$885.840,00 | Não há | 3 anos |

17. Sobre as infrações atribuídas à Corretora São Paulo, é importante notar que ela atuou como comitente em mais de 95% dos contratos (cf. item 25 do Relatório do Comitê de Termo de Compromisso, referindo-se aos parágrafos 14, 16, 17, 21 e 127 do Relatório da Comissão de Inquérito) e efetuou o registro de praticamente todas as operações dos comitentes lançadores, exceto em apenas dois contratos. O lucro da Corretora São Paulo é menor do que o valor das operações por ela realizadas, dado que ganhou R\$9.147.940,00 em prêmios e teria pago R\$9.587.980,00 (saldo negativo de R\$ R\$440.040,00). Já a Forte Corretora, atuou como comitente em número reduzido de contratos e não efetuou registro de contratos entre comitentes outros.

18. Com base nas mesmas considerações feitas quando da análise da Proposta Investidor 1, a Proposta Intermediário 1 é muito difícil de se apurar, pois não se sabe o valor do lucro obtido pelos indiciados na operação. Na Proposta Intermediário 1, o problema é ainda maior, pois a Corretora São Paulo pode ter se beneficiado da operação mediante redução da base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro (aproximadamente 34% de R\$440.040 ou R\$150.000,00) e, também, recebendo uma comissão pela execução das operações. Só o benefício fiscal é superior ao valor oferecido. Além disso, não se pode deixar de levar em conta que, como integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, a Corretora São Paulo tem deveres superiores aos impostas aos investidores.

19. A Proposta Intermediário 2 também não contempla os ganhos fiscais obtidos e, a não ser que se comprove a atuação constante da corretora indiciada como contraparte em operações registradas ou realizadas na BM&F, também não satisfaz o caráter preventivo que possui o termo de compromisso.

20. Com base no exposto, voto por indeferir todas as propostas de celebração de termo de compromisso, exceto a Proposta Investidor 2, feita por Grandfood Indústria e Comércio Ltda. e Flávio Maluf.

É como voto.

Rio de Janeiro, 1 de agosto de 2006

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

(1) Segundo o Relatório de Análise 60/2003 (fls 03), essas opções flexíveis teriam, ainda, as seguintes características: prêmio decidido pelas partes, sem referência de mercado, preço de exercício "fora do dinheiro", prazos curtos - 20 a 30 dias úteis, ausência de garantia, liquidação antecipada só com acordo entre as partes.

(2) São eles: Jorge Ribeiro dos Santos, pela Corretora São Paulo, Cezar Sassoun, pela Laeta, Antônio Cláudio Lage Buffara, pela Forte Corretora, Francisco Augusto Tertuliano e Renato Luciano Galli, pela Fair, Luis Felipe Índio da Costa e Felipe Neira Lauand, pela Corretora Cruzeiro do Sul, e Ricardo Marques da Paiva, pela Bônus-Banval.

(3) A redação do dispositivo tratando dessa suspensão de atividades varia entre os diversos proponentes. A discussão sobre as nuances dos textos propostos será tratada separadamente. Por ora, considerarei todas as propostas como equivalentes.

(4) Por valor das operações estou considerando apenas os valores transferidos de uma parte a outra, que, dado o não exercício das opções, limita-se ao prêmio pago ao lançador pelo titular da opção. O valor dos contratos (notional value) é muito superior, mas não tão relevante para a decisão sobre a conveniência e oportunidade na aceitação das propostas de termo de compromisso, dado que a transferência de recursos limitou-se ao prêmio.

(5) O limite máximo da multa é o maior dos três critérios. A comparação foi feita apenas para ilustrar como a proposta é próxima aos possíveis limites existentes.

(6) Metade do valor da operação (art. 11, §1º, II da Lei 6.385/76).

[7](#) Três vezes o valor do benefício auferido (art. 11, §1º, III da Lei 6.385/76).