

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 30/05

PROCESSO DE TERMO DE COMPROMISSO CVM Nº RJ 2011/2522

RELATÓRIO

1. Trata-se de propostas de Termo de Compromisso apresentadas por **Horácio Pires Adão, Sandro Rogério Lima Belo, Banco Schahin S/A, Carlos Eduardo Schahin, Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S/A, Fernando Suzuki, Luis Alberto Siso, Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda., Ricardo Siqueira Rodrigues e Renato Lima Silva**, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 30/05, instaurado com a finalidade de apurar a "eventual ocorrência de irregularidades em negócios com opções e índice futuro – Bovespa, nos anos de 2003 e 2004, realizados por pessoas físicas e jurídicas em prejuízo da Fundação Rede Ferroviária Federal – Refer, com escopo de trabalho acrescentado em 11.09.06, para também apurar eventuais irregularidades em negócios realizados em operações day trade nos mercados à vista e de opções de ações por determinados clientes, em prejuízo do Zircônio Fundo de Investimento em Ações NUC". (Relatório da Comissão de Inquérito às fls. 02/146 do Processo de Termo de Compromisso)

Da origem

2. O presente processo surgiu a partir de reclamação formulada pela diretoria da Fundação Rede Ferroviária de Seguridade Social – Refer a respeito de operações realizadas no período de 01.09.03 a 31.03.04 que teriam gerado prejuízos à fundação, bem como de relatório da Bovespa que indicava que no período de 16.10.03 a 07.04.04 investidores realizaram operações *day-trade* com lucros expressivos em detrimento do Fundo Zircônio – fundo exclusivo do Nucleos Instituto de Seguridade Social - e também da Refer. (parágrafos 2º ao 4º do Relatório da Comissão de Inquérito)

Dos fatos

3. De acordo com a Bovespa, os investidores eram favorecidos na distribuição dos negócios, que ocorria no momento da especificação das ordens de negociação utilizadas para fechar os *day-trades*, quando já eram conhecidos os resultados. Assim, se uma das pontas do negócio não tornasse possível executar um *day-trade* com resultado positivo, as ordens de negociação perdedoras eram especificadas para o Fundo Zircônio ou para a Refer. (parágrafo 6º do Relatório da Comissão de Inquérito)

4. Inspeção realizada para analisar os negócios com Ibovespa futuro na BM&F confirmaram que as melhores taxas de sucesso obtidas pelos participantes das operações suspeitas, realizadas por intermédio da Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S/A e Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda., decorreram do direcionamento da distribuição dos negócios. Na verdade, os comitentes só teriam sido beneficiados com os melhores preços devido à presença da Refer e do Fundo Zircônio que davam respaldo na forma de um "seguro" contra eventuais prejuízos, procedimento que é conhecido no mercado como "operações com seguro". (parágrafos 14 e 15 do Relatório da Comissão de Inquérito)

5. Os mesmos indícios de favorecimento na distribuição de negócios foram também encontrados nas operações realizadas em nome da Refer por intermédio da Schahin no mercado de opções da Bovespa, aproveitando-se da possibilidade de sua especificação após o término do pregão. (parágrafo 16 do Relatório da Comissão de Inquérito)

6. Foram, ainda, analisadas operações *day-trade* realizadas nos mercados à vista e de opções da Bovespa entre outubro de 2003 e abril de 2004 intermediadas pela Corretora Schahin, envolvendo clientes e o Fundo Zircônio, em que se concluiu que o resultado positivo dos clientes só teria sido possível devido à distribuição direcionada dos negócios, evidenciado pelo alto volume de ordens em aberto que não eram executadas de imediato. (parágrafos 18 e 20 do Relatório da Comissão de Inquérito)

7. A análise das operações investigadas comprovou que, de fato, as perdas sofridas pela Refer e pelo Fundo Zircônio com ajustes do dia negativos na BM&F e operações na Bovespa com resultados adversos foram fruto de um esquema preparado dentro das corretoras mediante a utilização de procedimentos que visavam alterar o processamento natural das ordens e permitir o direcionamento na distribuição dos negócios, que apresentava os seguintes aspectos: (parágrafo 46 do Relatório da Comissão de Inquérito)

- a. nas mesmas datas em que as fundações atuavam, ou em datas próximas, alguns clientes das corretoras pelas quais a Refer ou o Fundo Zircônio haviam operado realizavam compras e vendas na BM&F ou na Bovespa, fechando *day trades* com os mesmos ativos negociados pelas fundações, resultando, quase invariavelmente, em lucro para esse grupo de comitentes;
- b. para as fundações eram normalmente especificados os negócios com preços desfavoráveis em relação ao preço de fechamento. Por outro lado, quando a estratégia operacional adotada no início do pregão dava certo, não eram especificadas ordens de negociação para as fundações;
- C. a realização do esquema foi possível porque as especificações dos comitentes finais dos negócios executados no período em questão podiam ser feitas após o final do pregão ou até o final das "janelas de especificação" [\[1\]](#) ;
- d. os clientes "ganhadores" das corretoras envolvidas paravam de operar ou não mais obtinham Ajustes do Dia positivos com o mesmo grau de sucesso, quando a Refer ou o Fundo Zircônio deixavam de atuar nas fases coincidentes com as operações dos comitentes investigados.

Da atuação da Corretora Novinvest

8. A Refer teve suas maiores perdas na BM&F em ajustes do dia atuando pela Corretora Novinvest, sendo que os prejuízos mais relevantes no valor de R\$ 1.494.720,00 ocorreram nos meses de janeiro e março de 2004. (parágrafo 52 do Relatório da Comissão de Inquérito)

9. As ordens de negociação de todos os comitentes investigados nas operações realizadas na BM&F até 20.11.03 eram administradas e depois passaram a ser monitoradas, enquanto que na Bovespa eram administradas. O fato de, a partir do dia 20.11.03, todos terem alterado o tipo de ordem de administrada para monitorada revela que a decisão não foi de natureza negocial ou estratégica mas que o grupo de comitentes participava do esquema de direcionamento na distribuição de negócios. (parágrafos 54 e 55 do Relatório da Comissão de Inquérito)

10. O exame do relatório de re-especificações de ordens mostra também que várias delas no momento de abertura dos pregões eram especificadas para outros comitentes e normalmente ao final transferidas para a Refer e para o Fundo Zircônio em decorrência da evolução do mercado ter-se revelado desfavorável em relação à estratégia inicial. Muitas ordens eram inicialmente emitidas em nome do operador da Corretora Novinvest, Ricardo Rodrigues, e depois re-especificadas para outros comitentes e vice-versa. (parágrafos 56 e 58)

11. Além da troca de nomes sem qualquer motivo aparente, verificou-se que alguns horários de re-especificação eram anteriores ao de registro das ordens, indicando que a abertura propriamente dita ocorria somente após a execução dos negócios. (parágrafo 59 do Relatório da Comissão de Inquérito)

12. Na BM&F, até o final de dezembro de 2003, as ordens podiam ser especificadas para todos os tipos de clientes no final do dia, o que facilitava o direcionamento na distribuição dos negócios. Assim, no início do pregão era aberta uma ordem de compra e outra de venda. Se o mercado subisse, a compra era distribuída para os comitentes investigados e uma nova ordem de venda era aberta para fechar o *day-trade*, ficando a primeira ordem de venda aberta para a Refer ou para o Fundo Zircônio, enquanto que, se o mercado caísse, duas ordens eram abertas, uma de compra e outra de venda, com uma segunda ordem de compra sendo aberta para os comitentes conluídos e as fundações assumiam a primeira compra perdedora. (parágrafos 62 e 63 do Relatório da Comissão de Inquérito)

13. A partir de janeiro de 2004, quando entrou em vigor o sistema de "janelas" da BM&F, o padrão de comportamento dos comitentes beneficiados pelo esquema teve que ser alterado, passando a concluir seus *day-trades* mais rapidamente, ou seja, uma hora depois do término do horário de execução do negócio, prazo dado pela bolsa para especificação do comitente final, era também fechado o *day-trade*. (parágrafos 66 e 67 do Relatório da Comissão de Inquérito)

14. Além disso, a Comissão de Inquérito apurou que a Corretora Novinvest teria permitido que as ordens de negociação de determinada cliente fossem dadas por seu companheiro sem sua autorização expressa, em infração ao disposto no inciso III do artigo 11 da Instrução CVM nº 387/03, que dispõe que, do cadastro, deve constar declaração, datada e assinada pelo cliente, se autoriza ou não a execução de ordens por procurador, devidamente identificado. (parágrafo 505 do Relatório da Comissão de Inquérito)

Da atuação da Corretora Schahin e de Luis Alberto Siso

15. Todas as ordens de negociação abertas em nome dos comitentes investigados eram registradas como administradas, o que significa que cabia à corretora determinar o momento e os sistemas em que as ordens seriam executadas. Era comum também que as operações começassem a ser executadas antes do horário de abertura das ordens. (parágrafos 127 e 129 do Relatório da Comissão de Inquérito)

16. O exame do relatório de re-especificações da Bovespa revelou o seguinte: (i) muitas ordens de negociação emitidas com lotes expressivos não foram executadas; (ii) muitas dessas ordens não foram executadas em sua totalidade; (iii) cerca de 85% das re-especificações ocorridas foram feitas de "cliente 0" (zero) para outros clientes; e (iv) várias ordens emitidas em nome do Banco Schahin começaram a ser executadas antes mesmo de seu registro. (parágrafos 130 e 131 do Relatório da Comissão de Inquérito)

17. Os procedimentos adotados pela Corretora Schahin de abrir ordens sem especificação de comitente, todas de grande monta, sem saber para que clientes seriam especificadas ou mesmo se seriam executadas, demonstram a utilização de procedimentos facilitadores do direcionamento na distribuição dos negócios, que é o esquema típico para execução das chamadas "operações com seguro", no caso, em detrimento da Refer e do Fundo Zircônio. (parágrafo 133 do Relatório da Comissão de Inquérito)

18. Cabe acrescentar que os prejuízos dos investidores institucionais no presente processo não dizem respeito à sua atuação na contraparte dos comitentes beneficiados, o que equivale a dizer que o prejuízo não corresponde à vantagem obtida pelos participantes do esquema, tendo em vista que a característica do *modus operandi* das "operações com seguro" é a atuação dos institucionais somente em momentos específicos para "assumir" a função de "seguro" das operações realizadas em circunstâncias nas quais se verificou baixa nas cotações dos ativos negociados. (parágrafo 144 do Relatório da Comissão de Inquérito)

19. Segundo a corretora, o atendimento aos clientes investigados era realizado indiscriminadamente pelos operadores disponíveis no momento do atendimento, não havendo, *a priori*, vinculação prévia entre clientes e assessores. Entretanto, a Comissão de Inquérito apurou que três operadores efetivamente mantiveram um maior número de atendimentos aos clientes investigados, dentre os quais Luis Alberto Siso (desligado da corretora em 15.05.04). (parágrafo 189 do Relatório da Comissão de Inquérito)

20. Adicionalmente, a exemplo da Corretora Novinvest, apurou-se que a Corretora Schahin teria permitido que as ordens de negociação de determinada cliente fossem dadas por seu companheiro sem sua autorização expressa, em infração ao disposto no inciso III do artigo 11 da Instrução CVM nº 387/03, que dispõe que, do cadastro, deve constar declaração, datada e assinada pelo cliente, se autoriza ou não a execução de ordens por procurador, devidamente identificado. (parágrafo 505 do Relatório da Comissão de Inquérito)

Da atuação do Banco Schahin

21. Entre setembro de 2003 e abril de 2004, nos dias em que a Refer e/ou o Fundo Zircônio também operaram com as mesmas opções na Bovespa por intermédio da Corretora Schahin, o banco obteve **lucro de R\$ 852.447,00** em negócios *day-trade*, de acordo com a tabela 68 (abaixo reproduzida). O esquema era concentrado em opções Telemar que lhe propiciaram 100% de sucesso. Já nos primeiros oito meses de 2003, sem a atuação da Refer ou do Fundo Zircônio, a taxa de sucesso foi de apenas 39% e após abril de 2004 o banco operou somente no pregão de 08.09.04, apesar dos bons ganhos obtidos nos meses anteriores. (parágrafos 430 a 432 do Relatório da Comissão de Inquérito)

Tabela 68 - Operações *day trade* com opções na Bovespa do Banco Schahin – corretora Schahin

Data	Opção	Quantidade (mil)	Resultado R\$	Operação conjunta	
				Refer	Zircônio
19.11.03	TNLPL38	159.700.000	43.829,00		x
20.11.03	TNLPL38	60.000.000	95.556,00		x
12.12.03	TNLPL42	300.000.000	13.513,00		x
13.01.04	IBOVB24	200	43.100,00		x
14.01.04	IBOVB24	300	(17.000,00)		x
28.01.04	IBOVB24	400	(6.000,00)		x

04.02.04	IBOVN23	50	0,00		x
06.02.04	TNLPB46	687.700.000	256.750,00	x	x
09.02.04	TNLPB48	100.000.000	19.510,00	x	
11.02.04	TNLPC48	250.000.000	168.415,00	x	
01.03.04	TNLPC44	100.000.000	8.000,00		x
09.03.04	TNLPC44	386.000.000	125.078,00	x	x
02.04.04	TNLPD42	400.000.000	48.367,00		x
06.04.04	TNLPD42	40.000.000	4.800,00		x
07.04.04	TNLPD38	150.000.000	48.529,00		x
<i>Total</i>			852.447,00		

22. O banco também atuou nos mesmos moldes na BM&F com contratos Ibovespa, tendo obtido taxa de sucesso de 83% e **R\$ 2.322.675,00 em ajustes do dia**, de acordo com a tabela 69 (abaixo reproduzida). Cabe destacar que o banco obteve resultados significativos apenas com o Ibovespa, embora tenha operado em vários mercados. (parágrafo 433 e 434 do Relatório da Comissão de Inquérito)

Tabela 69 – Operações com Ibovespa do Banco Schahin na BM&F – corretora Schahin

data	Nº de contratos		ajuste do dia R\$	Operação conjunta	
	compra	venda		Refer	Zircônio
18.11.03	200	200	39.375,00		x
19.11.03	0	10	(6.360,00)		x
20.11.03	30	20	2.280,00		x
28.11.03	125	80	66.975,00		x
08.12.03	15	90	(7.650,00)		x
10.12.03	25	0	(27.525,00)		x
18.12.03	185	130	27.315,00		x
22.12.03	100	100	27.600,00		x
23.12.03	200	200	109.950,00		x
05.01.04	100	100	149.700,00		x
06.01.04	180	175	62.130,00		x
07.01.04	0	100	92.250,00		x
08.01.04	370	285	249.300,00		x
09.01.04	270	285	79.365,00		x
12.01.04	20	20	7.800,00		x
13.01.04	260	290	215.940,00		x
14.01.04	235	185	179.700,00		x
15.01.04	120	80	(21.480,00)		x
19.01.04	50	50	8.100,00		x
22.01.04	20	10	8.460,00		x

23.01.04	65	90	2.775,00		x
26.01.04	55	30	57.675,00		x
27.01.04	130	130	25.800,00		x
28.01.04	200	190	171.990,00		x
04.02.04	105	105	(33.150,00)		x
05.02.04	355	345	40.710,00		x
06.02.04	110	125	89.625,00	x	x
09.02.04	115	115	66.000,00	x	x
10.02.04	570	595	94.125,00		x
11.02.04	450	470	97.500,00	x	x
12.02.04	70	60	38.310,00		x
13.02.04	120	120	28.200,00		x
16.02.04	20	10	2.100,00	x	x
17.02.04	310	310	100.800,00	x	x
19.02.04	30	30	5.100,00		x
20.02.04	10	20	(29.160,00)	x	x
26.02.04	50	50	9.300,00	x	x
01.03.04	150	125	26.850,00		x
03.03.04	145	140	73.620,00		x
04.03.04	185	175	30.330,00		x
05.03.04	165	200	26.580,00		x
15.03.04	30	30	6.600,00		x
16.03.04	65	65	12.000,00		x
23.03.04	40	50	23.550,00		x
29.03.04	40	20	(1.620,00)		x
30.03.04	45	60	(8.730,00)		x
01.04.04	10	45	5.835,00		x
02.04.04	80	85	18.435,00		x
05.04.04	100	40	18.180,00		x
06.04.04	0	30	(180,00)		x
14.04.04	150	150	39.600,00		x
14.04.04	60	50	18.540,00		x
15.04.04	0	10	2.160,00		x
<i>Total</i>			2.322.675,00		

23. Observou-se, ainda, que a maioria das ordens do banco era aberta após o fechamento dos negócios, o que permitia que a Corretora Schahin alocasse as operações mais lucrativas para os clientes conluídos. (parágrafo 435 do Relatório da Comissão de Inquérito)

Da atuação de Horácio Pires Adão

24. Nos pregões em que atuou em conjunto com a Refer e/ou o Fundo Zircônio, com contratos de Ibovespa na BM&F por intermédio da Corretora Novinvest, o acusado obteve 100% de taxa de sucesso nas operações *day-trade* que realizou e **lucro de R\$ 55.350,00**, de acordo com a tabela 81 (abaixo reproduzida). (parágrafo 474 do Relatório da Comissão de Inquérito)

Tabela 81 - Operações *day trade* com Ibovespa de Horácio Adão na BM&F – corretora Novinvest

Data	nº de contratos	Ajuste do dia R\$	Atuação conjunta	
			Refer	Zircônio
05.12.03	30	19.050,00	X	
15.12.03	10	16.800,00	X	X
18.02.04	20	15.900,00		X
06.04.04	20	3.600,00		X
<i>Total</i>				

Da atuação de Renato Lima Silva

25. O acusado, que era operador de mesa da Corretora Novinvest, realizou operações *day-trade* com Ibovespa na BM&F entre setembro de 2003 e abril de 2004, nos mesmos pregões em que atuaram a Refer e/ou o Fundo Zircônio, e obteve 100% de taxa de sucesso com **lucro de R\$ 89.850,00**, de acordo com a tabela 84 (abaixo reproduzida). (parágrafo 488 do Relatório da Comissão de Inquérito)

Tabela 84 – Operações *day trade* com Ibovespa de Renato Silva na BM&F – corretora Novinvest

Data	Nº de contratos	Ajuste do dia R\$	Atuação conjunta	
			Refer	Zircônio
03.12.03	25	9.600,00	x	X
05.12.03	40	30.000,00	x	
12.12.03	15	11.250,00		X
15.12.03	30	32.700,00		X
23.12.03	10	6.300,00		X
<i>Total</i>				

26. Em relação a seus negócios na Bovespa em 2003 e 2004, não foram encontrados indícios de operações irregulares. (parágrafo 490 do Relatório da Comissão de Inquérito)

Da atuação de Ricardo Siqueira Rodrigues

27. Ricardo Siqueira Rodrigues era gerente de mesa da Corretora Novinvest e esteve, de certa forma, envolvido nas operações de todos os clientes da corretora que atuaram com indícios de terem sido favorecidos pelas operações da Refer ou do Fundo Zircônio, seja por ser a principal pessoa de contato na corretora, seja por ter captado o cliente e/ou ainda pelo fato de existirem vários negócios que foram especificados em seu nome antes de serem alocados ao cliente final. (parágrafos 492 e 495 do Relatório da Comissão de Inquérito)

28. O acusado realizou, entre setembro de 2003 e abril de 2004, operações *day trade* com Ibovespa na BM&F nos mesmos dias em que a Refer e/ou o Fundo Zircônio atuaram e obteve 100% de taxa de sucesso e **lucro de R\$ 110.550,00**, de acordo com a tabela 85 (abaixo reproduzida). (parágrafo 497 do Relatório da Comissão de Inquérito)

Tabela 81 - Operações *day trade* com Ibovespa de Ricardo Rodrigues na BM&F – corretora Novinvest

Data	Nº de contratos	Ajuste do dia R\$	Atuação conjunta	
			Refer	Zircônio
03.12.03	20	8.700,00	x	X
05.12.03	15	14.400,00	x	
15.12.03	20	25.500,00		X
26.01.04	10	7.800,00	x	

27.01.04	25	750,00	x	
29.01.04	20	9.300,00	x	
06.02.04	5	1.950,00	x	
18.02.04	35	7.350,00		X
22.03.04	50	3.900,00	x	
13.04.04	120	19.950,00		X
29.04.04	10	10.950,00		X
	<i>Total</i>			

29. Ricardo Siqueira Rodrigues também atuou no mercado de opções da Bovespa, tendo obtido o **lucro de R\$ 42.984,00** em negócios *day-trade* no período de novembro de 2003 a abril de 2004, de acordo com a tabela 86 do relatório da Comissão de Inquérito, sem que tenha se verificado a atuação conjunta da Refer ou do Fundo Zircônio. (parágrafo 499 do Relatório da Comissão de Inquérito)

Da atuação de Sandro Rogério Lima Belo

30. O acusado realizou no período de dezembro de 2003 a abril de 2004 negócios com contratos Ibovespa na BM&F nos mesmos pregões em que atuou a Refer ou o Fundo Zircônio, tendo obtido o **lucro de R\$ 19.500,00**, de acordo com a tabela 94 (abaixo reproduzida), com sucesso de 100%. (parágrafos 519/520 do Relatório da Comissão de Inquérito)

Tabela 94 - Operações com Ibovespa de Sandro Belo na BM&F- corretora Novinvest

Data	Corretora	Nº de contratos	Ajuste do dia R\$	Atuação conjunta	
				Refer	Zircônio
23.12.03	Novinvest	20	12.000,00		x
01.03.04	Novinvest	50	7.500,00	x	
	<i>Total</i>				

31. Atuou, ainda, com opções na Bovespa no período de setembro de 2003 a março de 2004 e obteve o **lucro de R\$ 22.547,00**, sem, contudo, se verificar a presença da Refer ou do Fundo Zircônio. (parágrafo 521 do Relatório da Comissão de Inquérito)

32. Foi apurado também que o acusado não era um investidor com potencial financeiro, nem possuía experiência e tempo para arriscar-se nos mercados de opções e futuro de índice, a menos que estivesse inserido em um esquema que lhe garantisse o sucesso de suas negociações. (parágrafo 526 do Relatório da Comissão de Inquérito)

Da conclusão da Comissão de Inquérito

33. Os fatos apurados identificaram a participação de (i) comitentes, que auferiram sistematicamente e sem risco lucros em operações *day-trade* nos mercados futuro de Ibovespa na BM&F e de opções da Bovespa, (ii) de investidores institucionais que, por sua vez, sofriram sistematicamente prejuízos, figurando na função de "seguro" nos mesmos pregões em que os comitentes conluídos atuavam, e (iii) de corretoras intermediárias que direcionavam a distribuição dos negócios executados, alterando o processamento natural das ordens de negociação. (parágrafo 527 do Relatório da Comissão de Inquérito)

34. Como os fundos e carteiras pertencentes a entidades de previdência fechada não podiam realizar operações *day-trade*, uma vez que só podiam operar em uma única ponta, os melhores negócios eram direcionados no âmbito das corretoras aos clientes beneficiados, que não incorriam em maiores riscos, daí a explicação porque esse *modus operandi* é também chamado no mercado de "operações com seguro", haja vista que a possibilidade de perda é bastante reduzida para aqueles que se deseja beneficiar. (parágrafo 528 do Relatório da Comissão de Inquérito)

35. Com relação à Corretora Novinvest, a Comissão de Inquérito verificou que as ordens relativas às operações realizadas na BM&F até 20.11.03, para todos os comitentes investigados, eram do tipo administrada e depois passaram a ser monitoradas, enquanto que na Bovespa as ordens eram registradas como administradas. O fato de a partir de 20.11.03 todos os comitentes terem resolvido alterar o tipo de ordens ao mesmo tempo sugere que estariam atuando de forma combinada. (parágrafo 529 do Relatório da Comissão de Inquérito)

36. A análise dos negócios intermediados pela Novinvest e realizados na BM&F permitiu constatar ainda que: (parágrafo 530 do Relatório da Comissão de Inquérito)

a) via de regra, as ordens de compra e venda eram abertas simultaneamente sem especificação do comitente e executadas até o limite das "janelas" de especificação estabelecidas pela bolsa e, coincidentemente, sempre no mesmo intervalo de tempo como se atuassem em conjunto;

b) as ordens que correspondiam a uma grande quantidade de contratos eram executadas de forma segmentada em várias ordens com quantidades reduzidas, visando facilitar a posterior distribuição entre os diversos comitentes beneficiados pelo esquema;

c) os *day-trades*, em alguns casos, eram executados em ordem inversa à da efetiva abertura das ordens;

d) o registro de abertura das ordens era feito, em regra, após a sua execução;

e) os melhores negócios eram distribuídos para os comitentes conluídos, alterando-se o processamento natural das ordens em detrimento da Refer e do Fundo Zircônio, cabendo esclarecer que a acusação levou em conta apenas os pregões em que os comitentes conluídos e os investidores institucionais operaram de forma simultânea.

37. Diante disso, a Comissão de Inquérito concluiu que os comitentes beneficiários das operações, cursadas no mercado de índice futuro da BM&F no período de setembro de 2003 a março de 2004, por intermédio da Corretora Novinvest, bem como o operador envolvido nessas operações, Ricardo Siqueira Rodrigues, devem ser responsabilizados pela ocorrência de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, caracterizando a situação definida pela alínea "d" do item II e vedada pelo item I da Instrução CVM nº 8/79[2]. (parágrafo 531 do Relatório da Comissão de Inquérito)

38. Em relação às operações realizadas com opções na Bovespa por intermédio da Corretora Novinvest, por sua vez, foi comprovado o seguinte: (parágrafo 532 do Relatório da Comissão de Inquérito)

a) as ordens eram abertas sem especificação do comitente, utilizando o código de "cliente 0", e a seguir especificadas normalmente em nome de Ricardo Siqueira Rodrigues, assessor e responsável pela filial da corretora no Rio de Janeiro, às vezes em nome de comitentes integrantes do conluio ou dos investidores institucionais, e mais tarde re-especificadas para os comitentes finais;

b) havia casos em que os horários de re-especificação eram anteriores até ao registro da abertura das ordens, bem como ordens envolvendo grandes quantidades que eram segmentadas em várias com pequenas quantidades;

c) os melhores negócios eram distribuídos para os comitentes conluídos, alterando-se o processamento natural das ordens em detrimento da Refer e do Fundo Zircônio, sendo que foram considerados apenas os pregões em que os comitentes conluídos operaram nos mesmos dias que os investidores institucionais.

39. À vista disso, a Comissão de Inquérito concluiu que os comitentes beneficiários das operações cursadas no mercado de opções da Bovespa no período de setembro de 2003 a março de 2004, por intermédio da Corretora Novinvest, bem como o operador envolvido nessas operações, Ricardo Siqueira Rodrigues, devem ser responsabilizados pela ocorrência de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, caracterizando a situação definida pela alínea "c" do item II e vedada pelo item I da Instrução CVM nº 8/79[3]. (parágrafo 533 do Relatório da Comissão de Inquérito)

40. A Corretora Novinvest, por sua vez, deve ser responsabilizada pelo não cumprimento de regras de conduta previstas no art. 1º da Instrução CVM nº 220/94[4] e no art. 3º da Instrução CVM nº 387/03 [5], por não ter agido com probidade na condução de suas atividades e com zelo pela integridade do mercado, bem como por não ter sido diligente no cumprimento e execução de ordens de negociação e na especificação de comitentes, não tendo assegurado tratamento equitativo a seus clientes, notadamente a Refer e o Fundo Zircônio nos mercados da Bovespa e BM&F. (parágrafo 534 do Relatório da Comissão de Inquérito)

41. Com relação aos procedimentos utilizados nas operações com lbovespa na BM&F pela Corretora Schahin, foi comprovado o seguinte: (parágrafo 537 do Relatório da Comissão de Inquérito)

a) as ordens de compra e venda eram abertas após o início de sua execução e a distribuição dos negócios efetuada quando já se conheciam os resultados, sempre em benefício dos comitentes conluídos e em detrimento da Refer e do Fundo Zircônio;

b) os preços médios dos negócios de compra ou de venda dos comitentes ganhadores eram em geral melhores que aqueles especificados para o Fundo Zircônio e para a Refer;

c) o Banco Schahin teve ordens de compra e venda abertas no mesmo horário sem especificação de quantidade de contratos e que não foram executadas.

42. Com relação aos negócios com opções realizados na Bovespa, foi comprovado na Corretora Schahin o seguinte: (parágrafo 538 do Relatório da Comissão de Inquérito)

a) as ordens eram abertas sem especificação de comitente, utilizando o código de "cliente 0", e em quantidades muito acima das efetivamente negociadas;

b) muitas ordens que eram registradas com lotes expressivos (500.000.000 e 900.000.000) não eram executadas;

c) os preços médios dos negócios dos comitentes ganhadores eram mais favoráveis que os especificados para o Fundo Zircônio e para a Refer;

d) mesmo quando havia ordens ainda em execução com saldo não totalmente cumprido, eram abertas novas ordens para esses clientes;

e) as ordens eram executadas antes de seu registro e a distribuição efetuada quando já se conheciam os resultados, sempre em benefício dos comitentes conluídos e em detrimento da Refer e do Fundo Zircônio.

43. Diante disso, a Comissão de Inquérito concluiu que os comitentes beneficiários das operações cursadas no mercado de índice futuro da BM&F e de opções da Bovespa no período de setembro de 2003 a março de 2004, por intermédio da Corretora Schahin, bem como o operador envolvido, Luis Alberto Siso, devem ser responsabilizados pela ocorrência de prática não-equitativa no mercado de valores mobiliários, caracterizando a situação definida pela alínea "d" do item II e vedada pelo item I da Instrução CVM nº 8/79. (parágrafo 539 do Relatório da Comissão de Inquérito)

44. A Corretora Schahin e seu diretor responsável pelas operações, Fernando Suzuki, por sua vez, devem ser responsabilizados pelo não cumprimento de regras de conduta previstas no art. 1º da Instrução CVM nº 220/94 e no art. 3º da Instrução CVM nº 387/03 pelo fato de não terem agido com probidade na condução de suas atividades e com zelo pela integridade do mercado, bem como por não terem sido diligentes no cumprimento e execução de ordens de negociação e na especificação de comitentes, não tendo assegurado tratamento equitativo a seus clientes, notadamente a Refer e o Fundo Zircônio. (parágrafo 540 do Relatório da Comissão de Inquérito)

45. De acordo com a Comissão de Inquérito, o esquema lesivo à Refer e ao Fundo Zircônio ocorreu em razão da informalidade, do descontrole operacional e das falhas de controles internos, assim como da adoção de procedimentos operacionais contrários às boas práticas de mercado no âmbito das corretoras intermediárias, implicando na burla à ordem natural de processamento das ordens, seja pela re-especificação dessas ordens sem que a alteração tenha decorrido de erro operacional, seja pela especificação dos comitentes *a posteriori*, o que justifica a imputação de responsabilidade aos diretores responsáveis pelas operações de bolsa das corretoras que negligenciaram ao não tomarem qualquer providência a respeito. (parágrafo 545 do Relatório da Comissão de Inquérito)

46. Por outro lado, as explicações dadas pelos comitentes envolvidos não foram consideradas suficientes para justificar suas estratégias de investimento em razão das altas taxas de sucesso obtidas e por que, apesar disso, teriam deixado de operar. (parágrafo 546 do Relatório da Comissão de Inquérito)

47. Além disso, segundo a Comissão de Inquérito, os vários inter-relacionamentos entre as diversas pessoas e comitentes investigados comprovaria *"a falta de existência de vínculos entre funcionários das corretoras, das fundações e os clientes ganhadores"*. (parágrafo 547 do Relatório da Comissão de Inquérito)

48. Embora não estejam sendo imputadas responsabilidades aos comitentes ganhadores em relação às operações que não tiveram a participação concomitante da Refer ou do Fundo Zircônio, no entender da Comissão de Inquérito, não significa que não tenham sido irregulares, mas por carecerem de outros elementos probatórios. Isto porque nem sempre eram abertas duas ordens, uma de compra e outra de venda, pois, se o *day-trade* era lucrativo, não havia razão para especificar nenhuma transação para uma das fundações. Do contrário, se não fosse possível fechar um *day-trade* positivo, bastava direcionar o negócio para a Refer ou para o Fundo Zircônio. (parágrafos 548 e 549 do Relatório da Comissão de Inquérito)

Das irregularidades e responsabilidades

49. Diante do apurado, a Comissão de Inquérito propôs a responsabilização, dentre outras, das seguintes pessoas [\[6\]](#) : (parágrafo 564 do Relatório da Comissão de Inquérito)

I – **Prática não equitativa no mercado de valores mobiliários** , de acordo com os itens I e II, alínea "d", da Instrução CVM nº 8/79:

- a. **Banco Schahin S/A e Carlos Eduardo Schahin**, seu diretor responsável, pela realização em nome do banco de operações irregulares, no âmbito da BM&F e da Bovespa, intermediadas pela Corretora Schahin;
- b. **Horácio Pires Adão**, investidor, por ter efetuado operações irregulares, intermediadas pela Corretora Novinvest, no âmbito da BM&F;
- c. **Luis Alberto Siso**, gerente da mesa de operações da Corretora Schahin, pela adoção de procedimentos operacionais que implicaram na burla à ordem natural de processamento das ordens de negociação, em comunhão de desígnios com os comitentes conluiados, visando beneficiá-los da distribuição dos negócios executados;

II – **Prática não equitativa e operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários** , de acordo com os itens I e II, alíneas "d" e "c", da Instrução CVM nº 8/79:

- a. **Renato Lima Silva**, investidor, por ter efetuado operações irregulares, intermediadas pela Corretora Novinvest, no âmbito da BM&F e da Bovespa;
- b. **Sandro Rogério Lima Belo**, investidor, por ter efetuado operações irregulares, intermediadas pela Corretora Novinvest, no âmbito da BM&F e da Bovespa;
- c. **Ricardo Siqueira Rodrigues**, investidor e operador responsável pela filial do Rio de Janeiro da Corretora Novinvest, pela adoção de procedimentos operacionais que implicaram na burla à ordem natural de processamento das ordens de negociação, em comunhão de desígnios com os comitentes conluiados, visando beneficiá-los da distribuição dos negócios executados;

III – **Falta de probidade na condução de suas atividades e de zelo pela integridade do mercado, bem como falta de diligência no cumprimento e execução de ordens de negociação e na especificação de comitentes, não tendo assegurado tratamento equitativo de seus clientes, não atentando, dessa forma, para as regras de conduta e atuação estabelecidas pelas bolsas**, tomando por base o previsto no art. 1º da Instrução CVM nº 220/94 (para as operações com opções realizadas na Bovespa no ano de 2003) e no art. 3º da Instrução CVM nº 387/03 (para as operações com opções na Bovespa e/ou Ibovespa na BM&F realizadas no ano de 2004):

- a. **Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda.** [\[7\]](#) , por negligenciar ao não tomar qualquer providência quanto à liberalidade com a qual as ordens de negociação eram recebidas, registradas, executadas e especificadas ou re-especificadas, permitindo a ocorrência dos ilícitos ora apontados na intermediação de operações irregulares nos mercados de Ibovespa futuro na BM&F e de opções na Bovespa, no período de setembro de 2003 a março de 2004, que beneficiaram os comitentes conluiados na distribuição dos negócios executados;
- b. **Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S/A e Fernando Suzuki**, diretor responsável por operações de bolsa, por negligenciarem ao não tomarem qualquer providência quanto à liberalidade com a qual as ordens de negociação eram recebidas, registradas, executadas e especificadas ou re-especificadas, permitindo a ocorrência dos ilícitos ora apontados na intermediação de operações irregulares nos mercados de Ibovespa futuro na BM&F e de opções na Bovespa, no período de setembro de 2003 a março de 2004, que beneficiaram os comitentes conluiados na distribuição dos negócios executados;

IV – **Falta de autorização para outrem operar em nome do investidor cadastrado** , não atentando para as disposições previstas no inciso III do art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 [\[8\]](#) (para as operações com opções realizadas na Bovespa no ano de 2003) e no inciso III do art. 11 da Instrução CVM nº 387/03 [\[9\]](#) (para as operações com opções na Bovespa e/ou Ibovespa na BM&F realizadas no ano de 2004):

- a. **Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda.** , por haver permitido que as ordens de negociação de determinada cliente fossem dadas por seu companheiro sem sua autorização expressa;
- b. **Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S/A e Fernando Suzuki**, seu diretor responsável por operações de bolsa, por haverem permitido que as ordens de negociação de determinada cliente fossem dadas por seu companheiro sem sua autorização expressa.

Das propostas de Termo de Compromisso

50. Devidamente intimados, os acusados apresentaram suas razões de defesa, bem como propostas de celebração de Termo de Compromisso, abaixo explicitadas.

50.1. Proposta de **Horácio Pires Adão** (fls. 317/326)

O proponente alega que, como mero investidor da Corretora Novinvest, podia apenas emitir ordens de compra ou venda e que não tinha a faculdade de alterar os negócios dos comitentes, estando, portanto, os atos reputados ilícitos fora de seu alcance. Alega, ainda, que não foram considerados todos os investimentos que fez no período e que não poderia ter participado de um esquema de desvio de recursos se teve resultados líquidos negativos. Diante disso, propõe a não mais operar através da Corretora Novinvest e a pagar à CVM a quantia de R\$ 40.000,00 (quarenta mil reais).

50.2. Proposta de **Sandro Rogério Lima Belo** (fls. 327/330)

O proponente esclarece que participou de pouquíssimas operações consideradas irregulares e propõe pagar o correspondente ao total dos lucros que obteve no período fiscalizado, ou seja, R\$ 19.500,00 (dezenove mil e quinhentos reais) na BM&F (Tabela 94) e R\$ 22.547,00 (vinte e dois mil, quinhentos e quarenta e sete reais) na Bovespa (Tabela 95), totalizando R\$ 42.047,00 (quarenta e dois mil e quarenta e sete reais). Entende que tal quantia está revestida

de potencial para indenizar eventuais prejuízos sofridos pelos fundos em razão das operações de que tenha o proponente inadvertidamente participado, o mercado como um todo e também a CVM.

50.3. Proposta conjunta de **Banco Schahin S/A, Carlos Eduardo Schahin, Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S/A, Fernando Suzuki e Luis Alberto Siso** (fls. 331/340)

Os proponentes afirmam que os eventuais prejuízos ocorridos no presente caso resultaram de contingências próprias do mercado e não podem ser atribuídas a eles, ou seja, as operações eram típicas de mercado, foram realizadas em volumes e características compatíveis com o histórico operacional dos comitentes e da própria corretora, como intermediária de algumas delas.

Alegam, ainda, que a Corretora Schahin, em processo instaurado pela BM&F, abordando as operações tratadas neste processo, em sessão realizada em 04.04.07, foi absolvida pelo Comitê de Ética da BM&F da acusação de infração aos arts. 7º, IV, 9º, 11, 16 e 26 e condenada à pena de advertência por infração ao art. 29 do Código de Ética.

Diante disso, os proponentes se comprometem a pagar à CVM a quantia individual de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais), perfazendo o total de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais).

50.4. Proposta conjunta de **Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda. e Ricardo Siqueira Rodrigues** (fls. 341/347)

Alegam os proponentes que nada mais praticaram que mera intermediação de valores em estrito cumprimento às ordens emanadas de seus clientes sem que tenha restado comprovada a sua participação em qualquer esquema ardiloso voltado à obtenção de lucros indevidos em prol de clientes conluídos. Manifestam ainda o entendimento de que não se aplica ao caso a aposição de cláusula de reparação de danos a terceiros, a exemplo de orientação adotada pelo Relator da proposta de termo de compromisso apresentada no âmbito do PAS CVM nº 10/01[10].

Diante disso, a **Novinvest** propõe pagar à CVM a quantia de R\$ 302.094,80 (trezentos e dois mil, noventa e quatro reais e oitenta centavos), que corresponderia aos resultados apurados por seus clientes nas operações inquinadas irregulares, e **Ricardo Siqueira Rodrigues** propõe pagar à CVM 100% dos valores obtidos, no montante de R\$ 153.534,00 (cento e cinquenta e três mil, quinhentos e trinta e quatro reais), relativos às operações de BM&F e de Bovespa (tabelas 85 e 86 do Relatório de Comissão de Inquérito), corrigidos pela meta atuarial dos respectivos fundos de pensão e acrescidos de 20%.

50.5. Proposta de **Renato Lima Silva** (fls. 348/349)

O proponente se compromete a pagar a quantia de R\$ 203.628,85 (duzentos e três mil, seiscentos e vinte e oito reais e oitenta e cinco centavos) em 24 meses assim distribuídos: R\$ 74.788,56 (setenta e quatro mil, setecentos e oitenta e oito reais e cinquenta e seis centavos) à Fundação Refer; R\$ 94.902,15 (noventa e quatro mil, novecentos e dois reais e quinze centavos) ao Instituto Nucleos; e R\$ 33.938,14 (trinta e três mil, novecentos e trinta e oito reais e catorze centavos) à CVM, seguindo a mesma ordem de parcelamento: primeiro o pagamento será direcionado à Refer, em segundo lugar ao Nucleos e em terceiro lugar à CVM.

Da manifestação da Procuradoria (MEMO/PFE-CVM/GJU-1/Nº 214/11 e respectivos despachos às fls. 353/374)

51. Em razão do disposto na Deliberação CVM nº 390/01 (art. 7º, § 5º), a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE/CVM apreciou os aspectos legais das propostas de Termo de Compromisso, tendo concluído, quanto ao requisito inserto no inciso I, do §5º, do art. 11 da Lei nº 6.385/76 (cessação da prática do ato ilícito), que:

"Com efeito, entendo que, no caso ora em análise, nada obstante os fatos apurados digam respeito a período de tempo passado e determinado, é certo que tais infrações são daquelas de natureza continuada e que poderiam ser perpetuadas no tempo. Entretanto, não há nos autos notícia de reiteração das condutas reputadas ilícitas pela Administração Pública, razão pela qual, em princípio e em tese, estaria cumprido o disposto no art. 11, §5º, I, da Lei nº 6.385/76, o que pode ser verificado, inclusive, pela área técnica da autarquia quando da análise das propostas pelo Comitê de Termo de Compromisso."

52. Por seu turno, com relação ao requisito inserto no inciso II, do §5º, do art. 11 da Lei nº 6.385/76 (correção das irregularidades apontadas, inclusive indenizando prejuízos), a PFE/CVM analisou as propostas separadamente, concluindo o que se segue:

52.1. Proposta apresentada por **Horácio Pires Adão**: conclui que, de acordo com a tabela 81 do Relatório da Comissão de Inquérito:

"a atuação do acusado causou R\$ 35.850,00 (trinta e cinco mil, oitocentos e cinquenta reais) de prejuízo para a Refer e, R\$ 19.500,00 (dezenove mil e quinhentos reais) para o Fundo Zircônio.

Assim sendo, uma vez constatada a existência de prejuízos individualizados e identificados no relatório de acusação, o atendimento das condições legais para a celebração de um termo de compromisso impõe que haja o respectivo ressarcimento de tais danos, o que não foi contemplado na proposta ora apresentada." (grifamos)

52.2. Proposta apresentada por **Sandro Rogério Lima**: conclui que, de acordo com a tabela 94 do Relatório da Comissão de Inquérito:

"... o prejuízo à Refer seria de R\$ 7.500,00 (sete mil e quinhentos reais) e ao Fundo Zircônio, de R\$ 12.000,00 (doze mil reais), sem atualização monetária. O proponente oferece valores condizentes com esses prejuízos suportados pelas contrapartes e, pois, considero atendido o segundo requisito de legalidade." (grifamos)

52.3. Proposta apresentada em conjunto por **Banco Schahin, Carlos Eduardo Schahin, Corretora Schahin, Fernando Suzuki e Luis Alberto Siso** : conclui que, de acordo com as tabelas 68 e 69 do Relatório da Comissão de Inquérito:

"... constata-se que foi demonstrado no relatório da Comissão de Inquérito um prejuízo de R\$ 935.078,00 (novecentos e trinta e cinco mil e setenta e oito reais) para a REFER e de R\$ 2.240.044,00 (dois milhões, duzentos e quarenta mil e quarenta e quatro reais) para o Fundo Zircônio. Entretanto, não há nenhuma proposta neste sentido no bojo do termo de compromisso apresentado, razão pela qual não está atendido o disposto no art. 11, §5º, II, da Lei nº 6.385/76." (grifamos)

52.4. Proposta apresentada em conjunto por **Corretora Novinvest e Ricardo Siqueira**: conclui que, de acordo com a tabela 85 do Relatório da Comissão de Inquérito:

"... há um prejuízo individualizado [com relação a Ricardo Siqueira] de R\$ 42.150,00 (quarenta e dois mil, cento e cinquenta reais) para a Refer e de R\$ 68.400,00 (sessenta e oito mil e quatrocentos reais) para o Fundo Zircônio. Estando tais valores contemplados na proposta de termo de compromisso apresentada, considera-se atendido o segundo requisito da legalidade." (grifamos)

52.5. Proposta apresentada por **Renato Lima Silva**: conclui que, de acordo com a tabela 84 do Relatório da Comissão de Inquérito:

"... o prejuízo à Refer seria de R\$ 34.800,00 (trinta e quatro mil e oitocentos reais) e ao Fundo Zircônio, de R\$ 55.050,00 (cinquenta e cinco mil e cinquenta reais), sem atualização monetária. Entretanto, o proponente oferece como forma de indenização ao primeiro R\$ 74.788,56 (setenta e quatro mil, setecentos e oitenta e oito reais e cinquenta e seis centavos) e, ao segundo, R\$ 94.902,15 (noventa e quatro mil, novecentos e dois reais e quinze centavos).

Portanto, deve ser verificado se o montante oferecido corresponde, de fato, ao prejuízo suportado pelos investidores lesados, uma vez que, se por um lado, o art. 11, §5º, II, da Lei nº 6.385/76 impõe o ressarcimento de eventuais prejuízos como condição para a celebração de termo de compromisso, por outro lado, é cediço que o princípio geral do direito de vedação do enriquecimento sem causa deve também ser observado na hipótese ora em análise, de forma a coibir que a celebração do ajuste com a Comissão de Valores Mobiliários se torne fundamento para enriquecimento sem causa de investidores eventualmente lesados." (grifamos)

53. Por fim, destaca a PFE/CVM:

"Entendo, outrossim, que o Comitê de Termo de Compromisso deveria avaliar, inclusive, à luz da legislação, da doutrina e de precedentes envolvendo o assunto, a conveniência de se fixar um valor atinente ao dano difuso causado ao mercado de valores mobiliários, considerada também a perspectiva de ordem moral e de desestímulo a práticas semelhantes, pela necessidade de pagamento de valor adicional como condição para a celebração de termo de compromisso.

(...)

Saliente-se, ainda, que o § 4º do art. 8º da Deliberação CVM nº 390/2001¹ estabelece que o Comitê de Termo de Compromisso poderá, se entender conveniente, negociar as condições apresentadas pelos proponentes e que compete ao próprio Comitê e ao Órgão Colegiado desta Comissão de Valores Mobiliários a análise da conveniência e da oportunidade de sua celebração."

Da negociação das propostas de Termo de Compromisso

54. Em reunião realizada em 24.08.11, o Comitê decidiu negociar com os proponentes as condições das propostas de termo de compromisso que lhe pareciam mais adequadas, segundo faculta o §4º do art. 8º da Deliberação CVM nº 390/01.

55. Inicialmente, o Comitê esclareceu que, uma vez identificada nos autos a ocorrência de danos individualizados passíveis de ressarcimento, a aceitação da proposta de Termo de Compromisso fica condicionada a assunção de compromisso de indenização àqueles que suportaram tais prejuízos, nos termos do inciso II do §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76. Nesse contexto, o Comitê decidiu pela abertura de negociação junto aos proponentes **Horácio Pires Adão, Renato Lima Silva, Sandro Rogério Lima Belo, Ricardo Siqueira Rodrigues, Banco Schahin S/A e seu diretor responsável Carlos Eduardo Schahin**, para fins do aperfeiçoamento de suas propostas, de sorte a contemplar obrigação de ressarcimento dos prejuízos causados à Refer e ao Fundo Zircônio, equivalente ao montante apontado na peça acusatória como sendo o ganho por eles auferido a partir das operações consideradas irregulares^[11], devidamente atualizado pela taxa Selic ou pela meta atuarial adotada pelos aludidos investidores institucionais (Índice Nacional de Preços ao Consumidor - INPC + 6% ao ano). Além disso, o Comitê sugeriu obrigação adicional em favor da CVM correspondente a 20% do valor da referida indenização, tendo em vista mitigar os efeitos indesejáveis da violação às normas aplicáveis, coibindo ocorrências futuras e bem orientando a conduta dos participantes do mercado em práticas dessa natureza. (Comunicados de negociação às fls. 378/392)

56. Com relação aos demais proponentes (**Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda., Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S/A, Fernando Suzuki e Luis Alberto Siso**), o Comitê, com base nos precedentes mais recentes do Colegiado em casos com características essenciais similares àquelas contidas no caso concreto^[12], sugeriu a assunção de obrigação pecuniária em favor da CVM equivalente a 20% dos ganhos obtidos pelos comitentes que atuaram por intermédio das citadas corretoras^[13], observando-se a atualização desses valores pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA desde a data das operações correspondentes até o seu pagamento à CVM. (Comunicados de negociação às fls. 381/383 e 390/392)

57. Em 13.09.11, o proponente **Sandro Rogério Lima Belo** apresentou expediente no qual requer o parcelamento "mais longo possível" do pagamento do montante sugerido pelo Comitê, considerando sua impossibilidade de dispor de quantia tão elevada de uma só vez sem comprometer o sustento de sua família. Segundo os cálculos do proponente, tal quantia, atualizada pela Selic até 09.09.11, totalizaria R\$130.567,26 (R\$108.806,05 às fundações e R\$21.761,21 à CVM). Em resposta, o Comitê destacou a inexistência, em sede de termo de compromisso, de precedentes de parcelamento em pagamento de indenização a terceiros, não havendo, portanto, um indicativo do Colegiado a esse respeito. Não obstante isso, o Comitê, com base em precedentes de parcelamento de montantes pagos à CVM, sugeriu 5 (cinco) prestações mensais, por estimar que o Colegiado não aprecia prazos de parcelamento muito longos. No mais, o Comitê alertou o proponente de que os valores deverão ser corrigidos pela Selic até a data do efetivo pagamento aos investidores potencialmente lesados, de modo que sob o saldo residual continuará incidindo a correção. (fls. 393/395)

Das novas propostas de Termo de Compromisso

58. No devido prazo, os proponentes manifestaram-se nos seguintes termos:

58.1. Banco Schahin S/A, Carlos Eduardo Schahin, Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S/A, Fernando Suzuki e Luis Alberto Siso (fls. 396):

Em que pese a negociação levada a efeito pelo Comitê, os proponentes optaram pela manutenção da proposta originalmente apresentada, consistente no pagamento à CVM da quantia individual de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais), perfazendo o total de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais).

58.2. Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda. e Ricardo Siqueira Rodrigues (fls. 397/399):

Aditaram sua proposta nos moldes sugeridos pelo Comitê. Deste modo, comprometem-se nos seguintes termos:

- **Novinvest** obriga-se a pagar à CVM, no prazo de 10 (dez) dias contados da publicação do Termo de Compromisso no Diário Oficial da União, montante equivalente a 20% dos ganhos obtidos pelos comitentes que atuaram por intermédio da corretora (os quais somam R\$ 1.516.449,00), atualizados pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA desde a data das operações correspondentes até o seu pagamento à autarquia; e
- **Ricardo Siqueira** obriga-se a: (i) ressarcir a Refer e o Fundo Zircônio no montante correspondente ao ganho por ele auferido a partir das operações consideradas irregulares (R\$153.534,00), atualizado pela meta atuarial utilizada pelos citados investidores (INPC + 6% ao ano); e (ii) pagar à CVM montante equivalente a 20% do valor (atualizado) da indenização acima referida. O proponente requer, contudo, que as obrigações por ele

assumidas sejam parceladas em 6 (seis) prestações mensais, tendo em vista as dificuldades por ele atravessadas no momento[\[14\]](#).

58.3. Horácio Pires Adão (fls. 401/402):

Considera a contraproposta do Comitê uma "antecipação dos efeitos de uma decisão condenatória, fugindo à natureza dos Termo de Compromisso", razão pela qual entende necessária sua readequação de forma a atender aos princípios da razoabilidade e proporcionalidade. Nesses termos, propõe pagar à CVM a quantia de R\$60.000,00 (sessenta mil reais), ressaltando não possuir condições financeiras de arcar com maior valor.

58.4. Renato Lima Silva (fls. 403/406):

Aditou sua proposta nos moldes sugeridos pelo Comitê, comprometendo-se nos seguintes termos: (i) ressarcir a Refer e o Fundo Zircônio no montante correspondente ao ganho por ele auferido a partir das operações consideradas irregulares (R\$89.850,00), atualizado pela meta atuarial utilizada pelos citados investidores (INPC + 6% ao ano); e (ii) pagar à CVM montante equivalente a 20% do valor (atualizado) da indenização acima referida.

Segundo memória de cálculo apresentada pelo proponente, tal valor deverá ser rateado entre a Refer e o Fundo Zircônio, respectivamente, na proporção de 38,77% e 61,23%.

Por fim, o proponente requer que as obrigações por ele assumidas sejam parceladas em 10 (dez) prestações mensais, tendo em vista as dificuldades por ele atravessadas no momento.

58.5. Sandro Rogério Lima Belo (fls. 408/409):

Manifestou-se nos seguintes termos:

"formulamos nossa contraproposta de termo de compromisso nos seguintes termos: 5 (cinco) parcelas no valor de R\$ 21.761,21 (vinte e um mil, setecentos e sessenta e um reais e vinte e um centavos) cada uma, acrescida de uma parcela única de mesmo valor: R\$ 21.761,21.

Desta forma, o primeiro pagamento seria no montante de R\$ 43.522,42 (quarenta e três mil, quinhentos e vinte e dois reais e quarenta e dois centavos) e os 4 (quatro) subsequentes no valor de R\$ 21.761,21 cada um. A totalidade desta quantia (R\$ 108.056,26 - cento e oito mil e cinquenta e seis reais e vinte e seis centavos) será atualizada pela SELIC, compreendendo-se este reajuste entre a aceitação da proposta e o efetivo pagamento da primeira parcela. As quatro parcelas restantes não sofrerão mais nenhum tipo de correção.

Por ser fato absolutamente verdadeiro, impende registrar que o postulante está negociando empréstimo bancário para honrar com este compromisso, além de despendar TODA sua poupança pessoal."

Segundo possível depreender da proposta, o proponente compromete-se a: (i) ressarcir a Refer e o Fundo Zircônio no montante correspondente ao ganho por ele auferido a partir das operações consideradas irregulares (R\$42.047,00), atualizado pela taxa Selic até o pagamento da primeira parcela; e (ii) pagar à CVM montante equivalente a 20% do valor (atualizado) da indenização acima referida. Por sua vez, o pagamento à CVM dar-se-ia em parcela única e o pagamento às fundações em 5 parcelas, observando-se que as quatro parcelas restantes não sofreriam nenhum tipo de correção.[\[15\]](#)

FUNDAMENTOS:

59. O parágrafo 5º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, estabelece que a CVM poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e a corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

60. Ao normatizar a matéria, a CVM editou a Deliberação CVM nº 390/01, alterada pela Deliberação CVM nº 486/05, que dispõe em seu art. 8º sobre a competência deste Comitê de Termo de Compromisso para, após ouvida a Procuradoria Federal Especializada sobre a legalidade da proposta, apresentar parecer sobre a oportunidade e conveniência na celebração do compromisso, e a adequação da proposta formulada pelo acusado, propondo ao Colegiado sua aceitação ou rejeição, tendo em vista os critérios estabelecidos no art. 9º.

61. Por sua vez, o art. 9º da Deliberação CVM nº 390/01, com a redação dada pela Deliberação CVM nº 486/05, estabelece como critérios a serem considerados quando da apreciação da proposta, além da oportunidade e da conveniência em sua celebração, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto.

62. Consoante entendimento consubstanciado pela PFE/CVM em casos dessa natureza, a afirmação de certeza quanto à existência ou não de dano demanda um juízo definitivo incompatível com o instituto em apreço, de sorte que, para fins do requisito de que trata o inciso II do §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, há que ser considerada a realidade fática manifestada nos autos. Nesse sentido, não se pode exigir do Comitê de Termo de Compromisso um juízo de certeza quanto aos valores que compõem os danos potencialmente experimentados em cada caso, embora uma avaliação seja necessária, posto que inerente às funções atribuídas a este Comitê, nos moldes da Deliberação CVM nº 390/01, para fins de viabilizar sua recomposição e, por conseguinte, a própria celebração do Termo de Compromisso.

63. Diante dos elementos constantes dos autos, o Comitê verificou que, a partir das condutas atribuídas aos acusados, foram identificados e mensurados ganhos a investidores determinados, bem como a existência de prejuízos potencialmente suportados pela Refer e pelo Fundo Zircônio, o que invariavelmente deve ser levado em conta por ocasião da análise das propostas de Termo de Compromisso apresentadas, nos termos acima dispostos.

64. Particularmente a respeito dos proponentes Horácio Pires Adão e Banco Schahin S/A, inferiu-se que, não obstante tenham obtido ganhos em detrimento das fundações, suas propostas não contemplam qualquer obrigação de ressarcimento, em que pesem os esforços despendidos pelo Comitê por ocasião da fase de negociação, para fins do aperfeiçoamento de seus termos, em especial o atendimento do requisito inserto no inciso II do §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76. Vale dizer, na opinião do Comitê, as propostas apresentadas por **Horácio Pires Adão e Banco Schahin S/A (e seu diretor responsável Carlos Eduardo Schahin)** não contemplam a indenização dos prejuízos potencialmente sofridos pela Refer e pelo Fundo Zircônio, decorrentes da conduta diretamente atribuída a cada um deles, razão pela qual se entende que o requisito em tela não resta preenchido.

65. Adicionalmente, há que se observar orientação do Colegiado, no sentido de que, além do atendimento aos requisitos mínimos previstos em lei, as propostas de Termo de Compromisso devem contemplar a assunção de compromisso que seja positivo para o mercado de valores mobiliários como um todo, em contrapartida às irregularidades apontadas, refletindo, outrossim, a função preventiva do instituto de que se cuida, norteador a conduta dos participantes desse mercado, notadamente com relação à prática de infrações da mesma natureza.

66. Nessa linha, o Comitê procedeu à abertura de negociação junto à **Corretora Schahin**, seu diretor **Fernando Suzuki** e seu operador **Luis Alberto Siso**, e junto à **Corretora Novinvest**, tendo apenas esta última aderido à contraproposta do Comitê, em consonância com os precedentes de termo de compromisso celebrados com instituições intermediárias em casos com características essenciais similares àquelas contidas no caso concreto. Quanto à

proposta mantida pela Corretora Schahin, Fernando Suzuki e Luis Alberto Siso, o Comitê reitera que não contempla obrigação que venha a surtir importante e visível efeito paradigmático junto aos participantes do mercado de valores mobiliários, desestimulando a prática de condutas assemelhadas.

67. Especificamente quanto aos proponentes **Sandro Rogério Lima Belo, Ricardo Siqueira Rodrigues e Renato Lima Silva**, verifica-se que aderiram à contraproposta do Comitê — de ressarcimento às fundações e adicional em favor da CVM —, **à exceção da forma de desembolso dos valores ofertados**. Arguem os proponentes restrições orçamentárias para arcar com o pagamento à vista, razão pela qual solicitam o parcelamento em 5 (Sandro Rogério), 6 (Ricardo) e 10 (Renato) prestações mensais. Há que se destacar ainda que a proposta de Sandro Rogério, ao contrário da proposta dos demais proponentes, dispõe que a atualização dos valores ocorrerá somente até o pagamento da primeira parcela, não incidindo, portanto, sob o saldo residual. **Face à inexistência, em sede de termo de compromisso, de precedentes de parcelamento em pagamento de indenização a terceiros, o Comitê entende pela necessidade de um indicativo do Colegiado a esse respeito, consoante poder discricionário que lhe é conferido pela Lei nº 6.385/76.**

68. No mais, considerando que os elementos constantes dos autos não possibilitam a exata aferição da parcela de cada fundação na realização dos prejuízos apontados na peça acusatória, que, portanto, vem a tratar dos danos potencialmente experimentados pela Refer e pelo Fundo Zircônio em seu conjunto, o Comitê sugere que o ressarcimento objeto das propostas de termo de compromisso apresentadas por **Sandro Rogério Lima Belo e Ricardo Siqueira Rodrigues** seja rateado na proporção de 50% para cada fundação. Quanto ao ressarcimento objeto da proposta de **Renato Lima Silva**, verifica-se que o próprio proponente apresentou quadro demonstrativo (à fl. 404) em que trata dos prejuízos às fundações separadamente, na proporção de 38,77% para a Refer e 61,23% para o Fundo Zircônio.

69. Por fim, uma vez aceitas as propostas acima, o Comitê aventa a designação da Superintendência de Fiscalização Externa (SFI) para o atesto do cumprimento da obrigação de ressarcimento às fundações e da Superintendência Administrativo-Financeira (SAD) para o atesto da obrigação pecuniária em favor da CVM.

CONCLUSÃO

70. Em face do acima exposto, o Comitê de Termo de Compromisso propõe ao Colegiado da CVM:

- a **aceitação** das propostas de Termo de Compromisso apresentadas por: **(i)** Sandro Rogério Lima Belo; **(ii)** Renato Lima Silva; e **(iii)** Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda. e Ricardo Siqueira Rodrigues; **observando-se** a necessidade de um indicativo do Colegiado acerca dos pedidos de parcelamento do pagamento das obrigações assumidas; e
- a **rejeição** das propostas de Termo de Compromisso apresentadas por: **(i)** Horácio Pires Adão; e **(ii)** Banco Schahin S/A, Carlos Eduardo Schahin, Schahin Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S/A, Fernando Suzuki e Luis Alberto Siso.

Rio de Janeiro, 09 de novembro de 2011.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Superintendente Geral

Fernando Soares Vieira

Superintendente de Relações com Empresas

Carlos Guilherme de Paula Aguiar

Gerente de Processos Sancionadores 2

Roberto Sobral Pinto Ribeiro

Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários em exercício

Paulo Roberto Gonçalves Ferreira

Gerente de Normas Contábeis

[1] Na Bovespa, os negócios podiam ser executados sem a especificação imediata do comitente; para tal, a ordem de negociação no sistema da Bovespa era especificada com comitente "0" e, somente no final do dia, havia a re-especificação para o cliente definitivo. Na BM&F, os negócios podem ser executados sem qualquer especificação inicial de comitente, nem mesmo "0", como funcionava na Bovespa. Assim, se um negócio é executado sem comitente pré-estabelecido e este é especificado dentro do período das "janelas", não é gerado um registro de re-especificação, diferentemente do que ocorre com as transações ocorridas no ambiente da Bovespa.

[2] 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 potencialidade, 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.

[3] d) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros.

[4] Art. 1º As bolsas de valores devem estabelecer regras de conduta a serem observadas pelas sociedades corretoras no relacionamento com seus clientes e com o mercado, em que deverão constar, no mínimo, os dispositivos que atendam aos seguintes princípios:

I – probidade na condução das atividades no melhor interesse de seus clientes e na integridade do mercado;

II – diligência na execução de ordens de compra, venda ou permuta de valores mobiliários;

III – capacitação para desempenho de suas atividades;

IV – obrigação de obter e apresentar a seus clientes informações, inclusive sobre riscos característicos do mercado, bem como de suprir seus clientes, em tempo hábil, com a documentação dos negócios realizados;

V – evitar conflitos de interesses e, quando não for possível, assegurar tratamento equitativo a seus clientes.

[\[5\]](#) Art. 3º As bolsas de valores devem estabelecer regras de conduta a serem observadas pelas sociedades corretoras no relacionamento com seus clientes e com os demais participantes do mercado, atendendo aos seguintes princípios:

I - proibição na condução das atividades;

II – zelo pela integridade do mercado, inclusive quanto à seleção de clientes e à exigência de depósito de garantias;

III – diligência no cumprimento de ordens e na especificação de comitentes;

IV – diligência no controle das posições dos clientes na custódia, com a conciliação periódica entre:

a. ordens executadas;

b. posições constantes em extratos e demonstrativos de movimentação fornecidos pela entidade prestadora de serviços de custódia; e

c. posições fornecidas pelas câmaras de compensação e de liquidação;

V – capacitação para desempenho das atividades;

VI – obrigação de obter e apresentar a seus clientes informações necessárias ao cumprimento de ordens, inclusive sobre riscos envolvidos nas operações do mercado;

VII – adoção de providências no sentido de evitar a realização de operações em situação de conflito de interesses e assegurar tratamento equitativo a seus clientes; e

VIII – suprir seus clientes, em tempo hábil, com a documentação dos negócios realizados.

(...)

§3º As bolsas serão responsáveis pela fiscalização das corretoras quanto à observância dos princípios referidos nos incisos I a VIII deste artigo.

[\[6\]](#) Além dos proponentes, foram acusadas mais 22 pessoas.

[\[7\]](#) O diretor responsável por operações em bolsa deixou de ser acusado em razão de falecimento.

[\[8\]](#) Art. 5º As sociedades corretoras devem manter documento, datado e assinado pelo cliente ou por seu mandatário legal devidamente constituído, antes da realização da primeira operação ordenada, onde constarão, no mínimo, as seguintes declarações:

(...)

III – que opera por conta própria ou, em caso contrário, indicar, claramente, em nome de quem pretende operar;

[\[9\]](#) Art. 11. Do cadastro a que se refere o caput do art. 9º, ou de documento a ele acostado, deve constar declaração, datada e assinada pelo cliente ou, se for o caso, por procurador devidamente constituído, de que:

(...)

III – opera por conta própria, e se autoriza ou não a transmissão de ordens por representante ou procurador, devidamente identificado;

[\[10\]](#) A esse respeito, cumpre ressaltar que o relator, em seu voto, esclareceu que tal entendimento teria decorrido do fato de que, no caso específico, tanto os ganhos quanto os prejuízos resultantes das operações analisadas recaíam, tão-somente, sobre o proponente (Banco Itaú BBA S.A.), já que este era o único cotista do fundo de investimento potencialmente lesado. (Reunião do Colegiado de 11.05.04)

[\[11\]](#) Ganhos no valor total (histórico) de R\$55.350,00 por Horácio Pires Adão; R\$89.850,00 por Renato Lima Silva; R\$42.047,00 por Sandro Rogério Lima Belo; R\$153.534,00 por Ricardo Siqueira Rodrigues; e R\$3.175.122,00 por Banco Schahin S/A.

[\[12\]](#) Vide termos de compromisso firmados no âmbito dos PAS CVM nºs 13/05, SP2006/85 e 16/05, disponíveis para consulta no site da CVM.

[\[13\]](#) Montante de R\$3.742.536,00 pelos comitentes que atuaram pela Corretora Schahin e de R\$1.516.449,00 pelos comitentes que atuaram pela Corretora Novinvest.

[\[14\]](#) A esse respeito, o Comitê alertou o proponente de que os valores deverão ser corrigidos pela Selic até a data do efetivo pagamento aos investidores potencialmente lesados, de modo que sob o saldo residual continuará incidindo a correção (E-mail às fls. 400). Não obstante, o proponente manteve sua proposta de parcelamento (fls. 407).

[\[15\]](#) Segundo os cálculos do proponente às fls. 394/395, o montante devido às fundações, atualizado pela Selic até 09.09.11, corresponderia a R\$108.806,05, e o montante destinado à CVM corresponderia a R\$21.761,21 (20% daquele valor).