

## PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ 2012/9808

#### RELATÓRIO

1. Trata-se de propostas de celebração de Termo de Compromisso apresentadas por **José Renato de Camargos, Joel Musman, João José de Araújo Pereira Pavel, Bogari Gestão de Investimentos Ltda. e Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda.**, nos autos do Termo de Acusação CVM n.º RJ 2012/9808 instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI. (Termo de Acusação às fls. 1191 a 1229)

#### FATOS

2. O presente processo surgiu em decorrência de reclamações de investidores com base em reportagem publicada no Jornal Gazeta do Povo de 26.02.12, denunciando negócios realizados com ações preferenciais de emissão da Companhia de Saneamento do Paraná S/A – Sanepar com eventual uso de informação privilegiada e supostas falhas na divulgação de fato relevante em 16.02.12. (parágrafos 2º e 3º do Termo de Acusação)

3. Ao investigar a origem do fato relevante, a área técnica apurou o seguinte: (parágrafos 7º ao 13 do Termo de Acusação)

- a) em 21.12.11, o conselho de administração da Sanepar aprovou o Processo de Planejamento Estratégico que englobava o Programa de Investimentos para o período de 2012 a 2014 que, por sua vez, continha previsão de reajuste de 16% das tarifas de saneamento básico a vigorar a partir do mês de março de 2012;
- b) no mesmo dia 21, foi divulgado fato relevante informando a aprovação do Planejamento Estratégico, dando ênfase ao Programa de Investimentos, sem, contudo, fazer qualquer menção ao reajuste das tarifas de saneamento;
- c) a ata da reunião do conselho foi divulgada em 10.01.12, sem também fazer qualquer menção ao reajuste das tarifas;
- d) no período de 03.01 a 10.01.12, a pedido do presidente, foi elaborado Parecer Técnico para embasar a solicitação de reajuste das tarifas dos serviços de água e esgoto junto ao Instituto das Águas do Paraná;
- e) em 16.01.12, o processo foi encaminhado à diretoria que o aprovou no dia seguinte;
- f) em 24.01.12, o conselho de administração aprovou o encaminhamento do processo de reajuste ao Instituto de Águas do Paraná;
- g) em 14.02.12, após manifestação do Instituto de Águas do Paraná, o conselho de administração aprovou o reajuste tarifário, sendo que a reunião terminou após o fechamento do mercado;
- h) em 15.02.12, no período noturno, o Governador do Estado do Paraná autorizou, por Decreto, a companhia a reajustar as tarifas a vigorar nas contas vencíveis a partir de 19.03.12; e
- i) em 16.02.12, após receber cópia do Decreto às 14h53min, a companhia divulgou fato relevante comunicando à CVM, à BM&FBovespa e ao mercado em geral o reajuste e no dia seguinte o publicou também nos jornais em que são feitas as publicações legais.

4. No período de 21.12.11 a 15.02.12, as ações preferenciais de emissão da Sanepar registraram valorização de cerca de 32,15% e, após a divulgação das demonstrações financeiras no dia 21.03.12, continuaram se valorizando consistentemente até 16.04.12 apresentando alta de mais 15,88%. (parágrafos 16 e 17 do Termo de Acusação)

5. Como o Planejamento Estratégico aprovado em dezembro de 2011, mas não divulgado ao mercado, já mostrava relevante resultado líquido para o ano de 2011, representando um aumento estimado de 79,75% em relação a 2010, quem tivesse ciência desse fato estaria em posição de assimetria informacional. (parágrafo 18 do Termo de Acusação)

#### Atuação de José Renato de Camargos e Joel Musman

6. Segundo foi apurado, o diretor de relações com investidores da Andrade Gutierrez Concessões S.A., que também era membro do conselho de administração da Sanepar, tomou conhecimento do Planejamento Estratégico na reunião realizada no dia 21.12.11 e, a partir do dia seguinte, tal documento ficou disponível para funcionários da Andrade Gutierrez Concessões. (parágrafo 19 do Termo de Acusação)

7. Em relação à atuação de José Renato de Camargos, verificou-se o seguinte: (parágrafos 22, 23 e 28 do Termo de Acusação)

- a) era funcionário da Andrade Gutierrez Concessões;
- b) em 22.12.11, adquiriu 20.000 ações preferenciais de emissão da Sanepar, pelo preço médio de R\$ 4,50 por ação, sendo que essa foi a única negociação que fez com ações da Sanepar no período de janeiro de 2010 a abril de 2012; e
- c) como as operações foram realizadas ao final do pregão no mesmo dia em que o documento ficou disponível para os funcionários da Andrade Gutierrez Concessões, há fortes indícios de que o investidor teve acesso ao Planejamento Estratégico e usou a informação privilegiada para comprar as ações.

8. Quanto à atuação de Joel Musman, foi apurado o seguinte: (parágrafos 29, 30 e 32 do Termo de Acusação)

- a) era também funcionário da Andrade Gutierrez Concessões;
- b) entre 23.12.11 e 15.02.12, adquiriu 10.500 ações preferenciais de emissão da Sanepar pelo preço médio aproximado de R\$ 5,16 por ação;
- c) em 22.12.11, José Renato de Camargos, seu amigo e colega de trabalho há mais de 10 anos, lhe teria dito, em conversa, que suas análises gráficas indicavam que era momento de compra;
- d) também no dia 22.12.11, o acusado teve acesso ao Planejamento Estratégico da Sanepar; e
- e) assim, há fortes indícios de utilização de informação privilegiada.

#### Atuação de João José de Araújo Pavel e Bogari Gestão de Investimentos Ltda.

9. Em relação à atuação de João José de Araújo Pavel, verificou-se o seguinte: (parágrafos 33 a 35 e 39 do Termo de Acusação)

- a) era funcionário da Andrade Gutierrez, controladora da Andrade Gutierrez Concessões;
- b) em 09.02.12, adquiriu 2.400 ações preferenciais de emissão da Sanepar pelo preço médio de cerca de R\$ 5,65 por ação;
- c) em sua atividade na Andrade Gutierrez recebia eventualmente informações genéricas sobre todas as companhias em que o grupo investia, dentre elas a Sanepar;
- d) mantinha contato profissional com pessoas da Andrade Gutierrez Concessões, dentre elas, dois membros do conselho de administração da Sanepar e Joel Musman; e
- e) considerando sua posição profissional na Andrade Gutierrez e a atipicidade das negociações realizadas, há indícios de que João Pavel teve acesso privilegiado ao Planejamento Estratégico da Sanepar e utilizou essas informações em seus negócios.

10. No que se refere à atuação da Bogari Gestão de Investimentos Ltda. ("Bogari" ou "gestora"), foi apurado o seguinte: (parágrafos 40, 42, 43, 48 e 49 do Termo de Acusação)

- a) adquiriu entre 09.02 e 13.02.12 para dois fundos de investimento por ela geridos 26.600 ações ao preço médio de R\$ 5,57 por ação e 4.674 ao preço médio de R\$ 5,60;
- b) as operações realizadas pela Bogari e por João Pavel apresentam padrão similar, pois as compras foram iniciadas no mesmo dia 09.02.12, sendo que João Pavel começou a comprar às 15h05min e a Bogari às 15h20min;
- c) João Pavel é cotista de um dos fundos e foi sócio da Bogari entre 16.07.07 e 17.03.08 com 0,1% do seu capital;
- d) no período de janeiro de 2010 a 08.02.12, os fundos geridos pela Bogari não negociaram ações de emissão da Sanepar; e
- e) tendo em vista a relação entre João Pavel e a Bogari, bem como o padrão das negociações, há indícios de que as compras em nome dos fundos foram realizadas a partir do conhecimento privilegiado de informação relevante da Sanepar.

#### Atuação da Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda.

11. Sobre a atuação da Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda ("Vinci" ou "gestora"), apurou-se o seguinte: (parágrafos 50 a 52, 54, 64, 75 e 76 do Termo de Acusação)

- a) adquiriu 1.249.300 ações preferenciais nos dias 22 e 23.12.11 ao preço médio de R\$ 4,55 por ação para três investidores institucionais geridos por ela;
- b) posteriormente, adquiriu entre 27.12.11 e 16.02.12 para esses mesmos três investidores mais 442.600 ações ao preço médio de R\$ 5,39 por ação e 674.700 ações ao preço médio de R\$ 5,40 e vendeu 16.500 ações ao preço médio de R\$ 5,50 e 20.200 ao preço médio de R\$ 5,43;
- c) as compras efetuadas em 22.12.11 coincidem com o início das compras de José Renato de Camargos, sendo que no período de maio até 21.12.11 não houve qualquer compra;
- d) no curso da investigação, foram verificados contatos frequentes entre membros da Vinci Equities e da Andrade Gutierrez Concessões, ficando evidente a proximidade entre executivos das duas empresas;
- e) executivo da Vinci Equities se relacionou profissionalmente com funcionária da Sanepar por mais de 10 anos, entre 1999 e janeiro de 2010, na época em que era executiva da Fundação Sanepar de Previdência e Assistência Social e que participou, inclusive, diretamente da elaboração do Planejamento Estratégico, sendo que a Vinci começou a prestar serviços de gestão de recursos para a Fundação a partir do primeiro semestre de 2011, fatos que demonstram forte proximidade entre eles, possibilitando o vazamento de informações privilegiadas;
- f) a Fundação se tornou cotista de um dos três adquirentes de ações da Sanepar a partir de 23.03.12;
- g) os investidores geridos pela Vinci Equities passaram a adquirir as ações no dia seguinte à aprovação do Planejamento Estratégico e foram responsáveis pela aquisição de 62,17% das ações negociadas nos dias 22 e 23.12.11, indicando uma concentração desproporcional em relação aos demais comitentes; e
- h) considerando todos esses fatos, há indícios de uso de informação privilegiada através de acesso ao Planejamento Estratégico por membros da Vinci Equities.

#### Vantagem econômica obtida com as operações

12. De acordo com os fatos apurados, verifica-se que os comitentes que negociaram em seu próprio nome e os clientes dos gestores obtiveram, com base no preço médio de compra e no preço médio de fechamento do pregão de 16.02.12, sem levar em conta as ações alienadas no período, as seguintes vantagens econômicas: (parágrafo 77 do Termo de Acusação)

- a) José Renato de Camargos: R\$ 32.600,00;
- b) Joel Musman: R\$ 10.185,00
- c) João José de Araújo Pereira Pavel: R\$ 1.152,00;
- d) clientes geridos pela Bogari Gestão de Investimentos Ltda.: R\$ 17.373,22; e
- e) clientes geridos pela Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda.: R\$ 2.749.048,00.

#### Atuação da Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda. na manipulação de preço das ações

13. Ao mesmo tempo em que realizou compras para os três investidores institucionais por ela geridos no período de 27.12.11 a 16.02.12, a Vinci Equities vendeu 36.700 ações em nome de dois deles em diversos pregões com o objetivo de controlar os preços para o patamar que lhe conviesse e não para obter lucro. A manipulação acontecia com a venda de pequenas quantidades atendendo a ofertas de compra mas sempre a preços inferiores ao último negócio quando o preço subia e a valorização não era considerada adequada. As transcrições das gravações das conversas entre o operador da corretora e os representantes da Vinci comprovam que a finalidade era derrubar o preço. (parágrafos 78 a 82 do Termo de Acusação)

14. Como os clientes geridos pela Vinci Equities foram os principais compradores no período de 27.12.11 a 16.02.12 e as compras ocorreram aos poucos devido à inexistência de uma força vendedora e para evitar que a ação se valorizasse por possuir pouca liquidez, o papel foi manipulado para permitir que se mantivesse a preços atraentes no seu interesse e em detrimento dos demais participantes do mercado. (parágrafo 88 do Termo de Acusação)

15. A própria Vinci Equities admitiu que as negociações de venda objetivavam melhorar o preço médio de compra, ou seja, diminuir os custos de aquisição. Embora tenha sido constatado que a contraparte desses negócios era o próprio mercado e não clientes da própria gestora, o fato de ter atuado com a intenção de diminuir o preço da ação em benefício próprio e em detrimento dos outros agentes do mercado aponta para indícios de manipulação de preço do ativo.

16. Para melhor compreender a atuação da Vinci Equities, basta verificar os negócios realizados no dia 27.12.11: após adquirir 4.500 ações em que houve a elevação do preço de R\$ 4,60 para R\$ 4,67, foram alienadas 100 ações ao preço de R\$ 4,58, depois houve a compra de mais 15.300 ações ao preço de R\$ 4,66, seguida da venda de mais 100 ações ao preço de R\$ 4,59, em seguida houve nova aquisição de 4.500 ações ao preço de R\$ 4,65 e venda de 100 ações a R\$ 4,61 e finalmente a compra de mais 19.800 ações ao preço de R\$ 4,65. Como a intenção da Vinci era adquirir uma grande quantidade de ações, o comportamento de intercalar a venda de pequenas quantidades a preços inferiores era reduzir a valorização do papel e minimizar os custos de aquisição. (parágrafos 91 a 97 do Termo de Acusação)

#### RESPONSABILIZAÇÃO

17. Ante o exposto, a SMI propôs a responsabilização de: (parágrafos 104 e 105 do Termo de Acusação)

- a) **José Renato de Camargos, Joel Musman, João José de Araújo Pereira Pavel, Bogari Gestão de Investimentos Ltda. e Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda.**, por uso de informação privilegiada, por terem adquirido ações preferenciais de emissão da Sanepar, no período compreendido entre a aprovação do Planejamento Estratégico pelo conselho de administração, em 21.12.11, que continha previsão de reajuste das tarifas de saneamento básico e sua divulgação, em 16.02.12, em infração ao disposto no art. 155, § 4º, da Lei 6.404/76<sup>1</sup>, c/c o § 1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02<sup>2</sup>; e
- b) **Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda.**, por manipulação de preço das ações preferenciais de emissão da Sanepar entre 27.12.11 e 16.02.12, em infração ao disposto no item I, na forma da letra "b", item II, da Instrução CVM nº 8/79<sup>3</sup>.

#### PROPOSTAS DE CELEBRAÇÃO DE TERMO DE COMPROMISSO

18. **Bogari Gestão de Investimentos Ltda.** (fls. 1526 a 1531) afirma que não há prova de que a aquisição das ações de emissão da Sanepar entre os dias 09.02 e 13.02.12 para os fundos na qualidade de gestora tenha decorrido da utilização de informação privilegiada, uma vez que resultaram de seu *modus operandi*. Assim, propõe pagar à CVM o valor de R\$ 5.637,74 (cinco mil, seiscentos e trinta e sete reais e setenta e quatro centavos), a ser corrigido pela variação do IPCA, a partir de 16.02.12 até a data do efetivo pagamento, que corresponde ao dobro da vantagem econômica que teria obtido com

---

<sup>1</sup> Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

<sup>2</sup> Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§ 1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

<sup>3</sup> 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 eqüitativas.

II – Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

(...)

b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda;

a taxa de performance da ordem de R\$ 2.818,87, bem como se coloca à disposição do Comitê para eventuais discussões sobre o Termo.

19. **Joel Musman e José Renato de Camargos** (fls. 1532 a 1534) alegam que não possuem qualquer antecedente de infração à regulamentação do mercado de valores mobiliários e jamais foram acusados de qualquer conduta irregular pela CVM. Diante disso, propõem pagar à CVM o dobro da vantagem que supostamente teriam auferido nas operações que realizaram, o que corresponde a R\$ 20.370,00 (vinte mil, trezentos e setenta reais) para Joel Musman e a R\$ 65.200,00 (sessenta e cinco mil e duzentos reais) para José Renato de Camargos, valores que serão devidamente corrigidos pelo IPCA até a data do efetivo pagamento.

20. **João José de Araújo Pereira Pavel** (fls. 1535 a 1539) informa que sua atuação evidencia que a aquisição das ações em 09.02.12 não foi motivada pela intenção de tirar qualquer proveito de informação privilegiada, pois não utilizou a totalidade de recursos disponíveis em sua conta na corretora, não concentrou suas operações antes do fato relevante que representam apenas 25% da posição total adquirida, não se desfez da referida posição e o valor investido representava cerca de 0,4% de seu patrimônio aplicado em ações, fundos de ações e títulos públicos.

21. Dessa forma, propõe pagar à CVM o montante de R\$ 2.304,00 (dois mil, trezentos e quatro reais), equivalente ao dobro do lucro teórico apontado pela acusação e se coloca à disposição do Comitê, caso sejam necessárias quaisquer discussões sobre a proposta.

22. **Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda.** (fls. 1540 a 1545) alega que o início das compras nada tem a ver com um eventual acesso ao Planejamento Estratégico, mas com o início da atuação de um dos veículos Vinci e o consequente redesenho da estratégia *small caps*. A atuação do *insider trading* não se coaduna com quem mantém posições ao longo do tempo, tanto que, no caso de Sanepar, as compras foram mantidas mesmo após a divulgação do fato relevante e do lucro líquido do exercício de 2011 e ainda se mantém em níveis elevados.

23. Quanto à acusação de manipulação, alega-se que a política de estabilização de preço adotada não contém qualquer dos elementos do tipo e foi legitimamente utilizada como mecanismo de defesa diante da "*inexistência de força vendedora que pudesse absorver a demanda da gestora*".

24. Assim, a compromitente se obriga a pagar à CVM o valor de R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais) e se coloca à disposição do Comitê, caso sejam necessárias quaisquer discussões sobre a proposta.

#### MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA - PFE

25. 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 pela inexistência de óbice à sua apreciação pelo Comitê e posteriormente pelo Colegiado para proferir decisão final. Com relação às propostas de Bogari Gestão de Investimentos Ltda. e Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda., alerta a PFE sobre a discrepância entre os valores oferecidos e a vantagem econômica auferida pelos terceiros beneficiados por sua atuação, o que poderia servir de estímulo à prática dos ilícitos administrativos. (PARECER/Nº 38/2014/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos despachos às fls. 1550 a 1556)

#### NEGOCIAÇÃO DAS PROPOSTAS DE TERMO DE COMPROMISSO

26. O Comitê de Termo de Compromisso, em reunião realizada em 29.04.14, decidiu **aceitar** a proposta conjunta de **Joel Musman e José Renato de Camargos** e, consoante faculta o §4º do art. 8º da Deliberação CVM n.º 390/01, **negociar** as condições das **demais propostas** apresentadas. Diante das características que permeiam o caso concreto e consideradas a natureza e a gravidade das questões nele contidas, o Comitê sugeriu o aprimoramento das propostas nos seguintes termos:

- a) **João José de Araújo Pereira Pavel:** majoração do valor total ofertado para R\$ 15.000,00 (quinze mil reais), em prestação única.
- b) **Bogari Gestão de Investimentos LTDA:** majoração do valor total ofertado para R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), em prestação única;
- c) **Vinci Equities Gestora de Recursos LTDA:** (i) para a infração ao art. 155, § 4º, da Lei 6.404/76, c/c o § 1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, o valor correspondente ao dobro do suposto lucro obtido com as operações<sup>4</sup>, atualizado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, a partir de dezembro de 2011 até seu efetivo pagamento<sup>5</sup>, e (ii) para a infração ao disposto no item I, letra “b”, item II, da Instrução CVM nº 8/79, o valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais).

27. Tempestivamente, os proponentes se manifestaram:

- a) **João José de Araújo Pereira Pavel:** aderiu à contraproposta apresentada pelo Comitê; e
- b) **Bogari Gestão de Investimentos LTDA e Vinci Equities Gestora de Recursos LTDA:** solicitaram reunião presencial, tendo o Comitê se reunido, em 13.08.14, primeiramente com os representantes da Bogari e, posteriormente, com os representantes da Vinci.

#### Reunião de Negociação – Bogari Gestão de Investimentos LTDA

29. Inicialmente, os representantes da Bogari agradeceram a oportunidade e, apesar de cientes que essa fase processual não é apropriada a discussões relacionadas ao mérito do processo, discorreram sobre a história e aspectos gerais da corretora, assim como particularidades do caso concreto, com intuito de embasar os seguintes argumentos que, segundo eles, descaracterizariam o uso de informação privilegiada: (i) a Bogari é uma gestora independente, com investimentos bem específicos e focada no longo prazo; (ii) a Bogari tinha outras empresas semelhantes à Sanepar em sua carteira — concessionárias de serviço públicos, de pequena capitalização e pouco negociadas em bolsa — o que demonstra que a compra das ações da Sanepar corrobora com o *modus operandi* usual da corretora; (iii) a Sanepar vinha, desde a mudança de governo ocorrida em 2011, apresentando melhoras significativas no âmbito operacional, financeiro e corporativo; (iv) já era esperado pelo mercado um reajuste da tarifa, visto que houve um contingenciamento nos anos anteriores; (v) não havia por parte da corretora nenhum acesso à gestão ou ao planejamento estratégico da Sanepar; (vi) foram adquiridas pelos fundos pouco mais que 31 mil ações da Sanepar, sendo que após a divulgação do fato relevante a corretora adquiriu mais de 1.100.000 ações; (vii) o valor global dos investimentos representava apenas 0,1% do patrimônio total que se encontrava sob sua gestão e (ix) os clientes geridos pela Bogari tiveram um lucro de R\$ 17.000,00 (dezesete mil reais), enquanto a corretora de apenas R\$ 2.000,00 (dois mil reais). Sendo assim, na ótica dos representantes, esses argumentos seriam suficientes para desqualificar a imputação de “*insider trading*”.

30. Entretanto, como a Bogari tem intenção de celebrar Termo de Compromisso, questionaram também os representantes — visto que há poucos casos de Termo de Compromisso firmados por gestoras — qual havia sido o paradigma utilizado pelo Comitê para a contraproposta apresentada: pagamento à CVM de R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), correspondente a 53 vezes o suposto ganho obtido com as operações realizadas.

31. O Comitê, por sua vez, esclareceu que não lhe compete, neste momento processual, adentrar nas peculiaridades da acusação nem realizar análise de mérito sobre esta ou aquela tese de defesa administrativa. Sua análise é pautada pela realidade fática manifestada nos autos e no termo de acusação, não lhe competindo examinar argumentos próprios de defesa, à medida que o seu eventual acolhimento somente pode ser objeto de julgamento final pelo Colegiado desta Autarquia, sob pena de convolar-se o instituto do Termo de Compromisso em verdadeiro julgamento antecipado. Expostos os limites de sua competência, afirmou a elevada gravidade do tema abordado no processo. Na visão do Comitê, a atuação da Bogari como gestora equipara-se ao de administrador de companhia aberta, tendo, dessa forma, o Termo de Compromisso uma

<sup>4</sup> Segundo o parágrafo 77 do Termo de Acusação, o suposto lucro obtido com as operações realizadas com ações preferenciais de emissão da Companhia de Saneamento do Paraná S/A – Sanepar para três de seus investidores institucionais foi de R\$ 2.749.048,00 (dois milhões, setecentos e quarenta e nove mil e quarenta e oito reais).

<sup>5</sup> Conforme recente orientação do Colegiado da CVM.

importância significativa como sinalização ao mercado e desestímulo de prática semelhante, bem norteando a conduta de seus agentes, em atendimento à finalidade preventiva do instituto de que se cuida. Entretanto, admitiu o Comitê que realmente não há muitos casos de Termo de Compromisso firmados por gestoras.

32. Após considerações finais por ambas as partes, o Comitê decidiu realizar uma reflexão sobre os aspectos discutidos na reunião, comprometendo-se a retornar aos representantes da Bogari após uma reavaliação do caso.

#### Reunião de Negociação – Vinci Equities Gestora de Recursos LTDA

33. Inicialmente, os representantes da proponente agradeceram a oportunidade e discorreram sobre aspectos que demonstrariam que as acusações imputadas a Vinci são equivocadas. Entretanto, cientes que essa fase processual não é apropriada a discussões relacionadas ao mérito do processo e visto a intenção de celebrar Termo de Compromisso, questionaram o Comitê sobre qual havia sido o paradigma utilizado para a contraproposta apresentada, já que (i) as operações efetuadas não impactaram o mercado, (ii) não houve, com as operações realizadas, ganhos para a Vinci, (iii) até o momento as ações não foram vendidas, (iv) há poucos casos de Termo de Compromisso firmados por gestoras e (v) o valor contraproposto é "*compatível com condenação em sede de julgamento.*" Além, questionaram também como foi calculada pela área técnica o suposto ganho auferido pelos Fundos com as operações realizadas.

34. O Comitê, por sua vez, esclareceu que não lhe compete, neste momento processual, adentrar nas peculiaridades da acusação nem realizar análise de mérito sobre esta ou aquela tese de defesa administrativa. Sua análise é pautada pela realidade fática manifestada nos autos e no termo de acusação, não competindo examinar argumentos próprios de defesa, à medida que o seu eventual acolhimento somente pode ser objeto de julgamento final pelo Colegiado desta Autarquia, sob pena de convolar-se o instituto do Termo de Compromisso em verdadeiro julgamento antecipado.

35. Expostos os limites de sua competência, argumentou o Comitê que, para as propostas de Termo de Compromisso, considera-se a acusação imputada pela área técnica ao proponente, e não necessariamente suas consequências. No caso concreto, afirmou a elevada gravidade das acusações imputadas à proponente e, para o Comitê, a atuação da Vinci como gestora equipara-se ao de administrador de companhia aberta, tendo, dessa forma, o Termo de Compromisso uma importância significativa como sinalização ao mercado e desestímulo de prática semelhante, bem norteando a conduta de seus agentes, em atendimento à finalidade preventiva do instituto de que se cuida. Entretanto, admitiu o Comitê que realmente não há muitos casos de Termo de Compromisso firmados por gestoras.

36. O Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI manifestou que a área acusadora poderia rever os cálculos do suposto ganho auferido pelos Fundos com as operações realizadas<sup>6</sup>, o que foi prontamente aceito pelos representantes da proponente.

37. Após considerações finais por ambas as partes, o Comitê decidiu realizar uma reflexão sobre os aspectos discutidos na reunião, comprometendo-se a retornar aos representantes da proponente após uma reavaliação do caso.

38. Em reunião realizada em 23.09.14, o Comitê decidiu apresentar novas contrapropostas de Termo de Compromisso, conforme abaixo:

a) **Bogari Gestão de Investimentos LTDA:** tendo em vista as alegações apresentadas na reunião de negociação, o Comitê decidiu propor o pagamento no montante de R\$ 130.000,00 (cento e trinta mil reais), em prestação única;

b) **Vinci Equities Gestora de Recursos LTDA:** (i) para a infração ao art. 155, § 4º, da Lei 6.404/76, c/c o § 1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, o valor correspondente a uma vez e meia o suposto lucro obtido com as operações<sup>7</sup>, atualizado pelo

---

<sup>6</sup> Em 10.09.2014, a área técnica se manifestou no sentido de que os cálculos apresentados no Termo de Acusação estão corretos.

Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, a partir de dezembro de 2011 até seu efetivo pagamento<sup>8</sup>; e (ii) para a infração ao disposto no item I, letra “b”, item II, da Instrução CVM nº 8/79, o valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais).

39. Tempestivamente, a Bogari manifestou sua concordância com os termos apresentados pelo Comitê na nova contraproposta. De forma diversa, a Vinci não anuiu às novas condições apresentadas pelo Comitê.

#### FUNDAMENTOS DA DECISÃO DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

40. 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.

41. 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.

42. 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.

43. No presente caso, verifica-se que (i) a quantia de R\$ 20.370,00 (vinte mil, trezentos e setenta reais) apresentada por Joel Musman e a quantia de R\$ 65.200,00 (sessenta e cinco mil e duzentos reais) apresentada por José Renato de Camargos, ambas atualizadas pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, a partir de dezembro de 2011 até seu efetivo pagamento, e (ii) a adesão às contrapropostas do Comitê de pagamento à autarquia do valor de R\$ 15.000,00 (quinze mil reais) para João José de Araújo Pereira Pavel e de R\$ 130.000,00 (cento e trinta mil reais) para Bogari Gestão de Investimentos S.A., também ambas atualizadas pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, a partir de dezembro de 2011 até seu efetivo pagamento, são tidas como suficientes para desestimular a prática de condutas assemelhadas, bem norteando a conduta dos administradores de companhias abertas, em atendimento à finalidade preventiva do instituto de que se cuida.

44. Em razão do acima exposto, o Comitê entende que a aceitação das propostas de (i) Joel Musman e José Renato de Camargos, (ii) João José de Araújo Pereira Pavel e de (iii) Bogari Gestão de Investimentos S.A se revela conveniente e oportuna e sugere a fixação do prazo de 10 (dez) dias, contados da data de publicação do Termo no Diário Oficial da União, para o cumprimento das obrigações pecuniárias assumidas, bem como a designação da Superintendência Administrativo-Financeira SAD para os respectivos atestos.

45. Entretanto, em que pesem os esforços despendidos com a negociação junto a Vinci Equities Gestora de Recursos LTDA, essa não aderiu à nova contraproposta aventada pelo Comitê. Em linha com orientação do Colegiado, as propostas de

---

<sup>7</sup> Segundo o parágrafo 77 do Termo de Acusação, revisto pela área técnica, o suposto lucro obtido com as operações realizadas com ações preferenciais de emissão da Companhia de Saneamento do Paraná S/A – Sanepar para três de seus investidores institucionais foi de R\$ 2.749.048,00 (dois milhões, setecentos e quarenta e nove mil e quarenta e oito reais).

<sup>8</sup> Conforme recente orientação do Colegiado da CVM.



termo de compromisso devem contemplar obrigação que venha a surtir importante e visível efeito paradigmático junto aos participantes do mercado de valores mobiliários, desestimulando a prática de condutas assemelhadas. No entender do Comitê, a proposta apresentada pela Vinci mostra-se totalmente desproporcional à gravidade da acusação imputada à proponente, razão pela qual a aceitação dessa não se afigura conveniente nem oportuna.

#### CONCLUSÃO

46. Desta forma, o Comitê de Termo de Compromisso propõe ao Colegiado da CVM a **aceitação** das propostas de Termo de Compromisso apresentadas por (i) Joel Musman e José Renato de Camargos, (ii) João José de Araújo Pereira Pavel e (iii) Bogari Gestão de Investimentos S.A e a **rejeição** da proposta apresentada por Vinci Equities Gestora de Recursos LTDA.

Rio de Janeiro, 23 de setembro de 2014.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS  
SUPERINTENDENTE GERAL

MARIO LUIZ LEMOS  
SUPERINTENDENTE DE FISCALIZAÇÃO EXTERNA

CARLOS GUILHERME DE PAULA AGUIAR  
SUPERINTENDENTE DE PROCESSOS SANCIONADORES

JOSE CARLOS BEZERRA DA SILVA  
SUPERINTENDENTE DE NORMAS CONTÁBEIS E DE AUDITORIA

FERNANDO SOARES VIEIRA  
SUPERINTENDENTE DE RELAÇÕES COM EMPRESAS