

SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 04/00

Acusados : Agente CCTVM Ltda. (atual Clicktrade CCTVM S.A.)
Agropastoril Ricci Ltda.
Alexandre Henrique de Freitas
Banco Multiplic S.A.
Construtora Castro Nogueira Ltda.
David Bensussan
Finambrás Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
Heitor Alexandre Pereira Reis
Henrique Freihofer Molinari
Joacyr Reynaldo
Meco Global Investment N.V. (sucessor de Meco Tatimba Investment N.V.)
Norsul Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A. (atual Norsul Participações S/A)
Ricardo Alberto Sánchez Pagola
Ricardo de Camargo Cavalieri
Ricardo Ossaille
RMC S/A Sociedade Corretora
Roberto de Castro Visnevski
Síntese S.A. Asset Management (ex-Síntese S.A. C.V)
Socimer International Bank Ltd,
Virtual Emerging Markets Investment Fund Ltd

Ementa : **Realização de práticas não eqüitativas em operações realizadas no mercado de valores mobiliários, na forma do item II, letra "d", e vedadas pelo item I, ambos da Instrução CVM nº 08/79. Multas e Absoluções.**

Não configurada a realização de operações fraudulentas e de criação de condições artificiais no mercado, conforme conceituadas, respectivamente, nas alíneas "c" e "a" do item II e vedadas pelo item I, ambos da Instrução CVM nº 08/79. Absoluções.

Não configurada a infração ao artigo 153 da Lei nº 6.404/76 e ao art. 10, item II, da Instrução CVM nº 82/88. Absoluções.

Decisão : Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos decidiu:

1) aplicar, com fundamento no art. 11, inciso II, § 1º, II, da Lei nº 6.385/76, as penalidades a seguir indicadas, pela realização de práticas não eqüitativas, na forma do item II, letra "d" e vedadas pelo item I, ambos da Instrução CVM nº 08/79, cujo valor das operações irregulares constam do item 99 do Relatório da Comissão de Inquérito (fls. 1466/1467), às seguintes pessoas:

- o RMC S.A. Sociedade CORRETORA, multa pecuniária no valor de R\$ 234.071,95, equivalente a 15% sobre o valor total das operações realizadas;

- o HENRIQUE FREIHOFER MOLINARI, diretor da RMC Corretora, multa pecuniária no valor de R\$ 234.071,95, equivalente a 15% sobre o valor total das operações realizadas;
- o RICARDO DE CAMARGO CAVALIERI, diretor da RMC Corretora, multa pecuniária no valor de R\$ 234.071,95, equivalente a 15% sobre o valor total das operações realizadas;
- o HEITOR ALEXANDRE PEREIRA REIS, diretor do POSTALIS, multa pecuniária no valor de R\$ 468.143,91, equivalente a 30% sobre o valor total das operações realizadas;
- o SÍNTESE ASSET MANAGEMENT LTDA., sucessora de Síntese S/A Corretora de Valores Ltda., multa pecuniária no valor de R\$ 468.143,91, equivalente a 30% sobre o valor total das operações realizadas; e
- o ALEXANDRE HENRIQUE DE FREITAS, diretor da Síntese Corretora, multa pecuniária no valor de R\$ 468.143,91, equivalente a 30% sobre o valor total das operações realizadas.

2) Absolver:

a) das imputações de responsabilidade por criação de condições artificiais de demanda e por prática de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários, definidas, respectivamente, nas letras 'a' e 'c' do item II e vedadas pelo item I, ambos da Instrução CVM n° 08/79, as seguintes pessoas a saber:

- o RMC S.A. Sociedade Corretora;
- o HENRIQUE FREIHOFER MOLINARI, diretor da RMC Corretora;
- o RICARDO DE CAMARGO CAVALIERI, diretor da RMC Corretora;
- o HEITOR ALEXANDRE PEREIRA REIS, diretor do POSTALIS;
- o SÍNTESE ASSET MANAGEMENT LTDA., sucessora de Síntese S/A Corretora de Valores Ltda.; e
- o ALEXANDRE HENRIQUE DE FREITAS, diretor da Síntese Corretora

b) das imputações de responsabilidade por práticas não equitativas, por operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários e por criação de condições artificiais de demanda, definidas, respectivamente, nas letras 'd', 'c' e 'a' do item II e vedadas pelo item I, ambos da Instrução CVM n° 08/79, as seguintes pessoas:

- o AGENTE CTVM Ltda, (atual Clicktrade CTVM S/A);
- o JOACYR REYNALDO, diretor da Agente Corretora;
- o AGROPASTORIL RICCI LTDA.;
- o FINAMBRÁS CCTVM LTDA.;
- o RICARDO ALBERTO SÁNCHEZ PAGOLA, diretor da Finambrás Corretora;
- o BANCO MULTIPLIC S/A;
- o RICARDO OSSAILE, diretor do Banco Multiplic;
- o NORSUL CCVM Ltda.;
- o DAVID BENSUSSAN, diretor da Norsul;
- o ROBERTO DE CASTRO VISNEVSKI ;
- o MECO GLOBAL INVESTMENT N.V., sucessor de Meco Tatimba Investment N.V.;
- o SOCIMER INTERNATIONAL BANK LTDA.;
- o VIRTUAL EMERGING MARKETS INVESTMENT FUND LTD., e
- o CONSTRUTORA CASTRO NOGUEIRA LTDA.

c) da imputação de responsabilidade por infração ao artigo 153 da Lei nº 6.404/76, as seguintes pessoas:

- o DAVID BENSUSSAN, diretor da Norsul;
- o ALEXANDRE HENRIQUE DE FREITAS, diretor da Síntese Corretora;
- o RICARDO DE CAMARGO CAVALIERI, diretor da RMC Corretora;
- o HENRIQUE FREIHOFFER MOLINARI, diretor da RMC Corretora; e
- o JOACYR REYNALDO, diretor da Agente Corretora.

d) da imputação de responsabilidade por infração ao artigo 10, inciso II, da Instrução CVM nº 82, de 19.09.88, as seguintes pessoas:

- o SÍNTESE Asset Management Ltda., sucessora de Síntese S/A Corretora de Valores Ltda.;
- o ALEXANDRE HENRIQUE DE FREITAS, diretor da Síntese Corretora;
- o FINAMBRÁS CCTVM LTDA.;
- o RICARDO ALBERTO SANCHEZ PAGOLA, diretor da Finambrás Corretora;
- o BANCO MULTIPLIC S/A; e
- o RICARDO OSSAILE, diretor do Banco Multiplic

3) Encaminhar cópia dos presentes autos à Superintendência Nacional de autos de Previdência Complementar – PREVIC.

Os acusados terão um prazo de 30 (trinta) dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do parágrafo único do artigo 14 da Resolução nº 454, de 16.11.77, do Conselho Monetário Nacional, prazo esse, ao qual, de acordo com orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

A CVM oferecerá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional de sua decisão no tocante às absolvições proferidas.

Proferiram defesa oral a Dra. Marília Camacho, representante legal de Heitor Alexandre Pereira Reis; o Dr. Roberto Quiroga Mosquera, representante legal de Finambrás CCVM Ltda., Ricardo Alberto Sánchez Pagola e Meco Global Investment N.V. (sucessor de Meco TatimbalInvestment N.V.); o Dr. Joaquim Simões Barbosa, representante legal de Multiplic S/A, sucessor de Banco Multiplic S/A.; o Dr. Ari Cordeiro Filho, representante legal de Norsul Participações S/A (atual denominação de Norsul CCVM S/A); o Dr. Julian Peña Fonseca Chediak, representante legal de Ricardo de Camargo Cavalieri, também presente; a Dra. Ariádna Bohomoletz Gaal, representante legal de Henrique Freihofer Molinari e RMC S/A Sociedade Corretora; o Dr. Álvaro Rubens Xavier de Castro, representante legal dos acusados Agropastoril Ricci Ltda. e Roberto de Castro Visnevski; a Dra. Carmem Sylvia Motta Parkinson, representante legal de Alenxandre Henrique de Freitas, Síntese S/A Asset Management (ex-Síntese S/A CV) e Virtual Emerging Markets Investment Fund Ltd..

Presente à sessão de julgamento o Dr. Celso Luiz Rocha Serra Filho, representante da Procuradoria Federal Especializada na CVM.

Participaram do julgamento os seguintes membros do Colegiado: Diretores Wladimir Castelo Branco Castro, relator, Sergio Eduardo Weguelin Vieira, e o Presidente, Dr. Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 17 de fevereiro de 2005

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor-Relator

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão

INQUÉRITO ADMINISTRATIVO CVM Nº 04/00

DECLARAÇÃO DE VOTO

Diretor: Sérgio Weguelin

Sr. Presidente,

Ao final da leitura da documentação relativa ao presente Processo Administrativo (Relatórios e Memoriais), uma frase me veio à mente: "against the odds and against the gods". Não foi por mero acaso que essa frase se formou: ela encerra duas representações (o jogo viciado e a falta de transparência) que subsumem, no meu entender, os atos praticados pelos acusados, conforme tratarei de aprofundar a seguir.

Das Operações

As defesas, de um modo geral, procuram caracterizar as operações objeto do inquérito como "financiamentos" corriqueiros que nada têm de ilícito ou misterioso. De fato, não há nada de misterioso ou ilegal em uma operação na qual uma das partes, detentora de um lastro de ações, vale-se do lançamento de um derivativo para tentar obter um retorno superior ao que o capital contido no ativo subjacente obteria no mercado de renda fixa. Cabem, no entanto, duas observações.

A primeira delas, a de que, nesse caso, diferentemente do que ocorre numa operação de renda fixa, o investidor se posiciona em um ativo de renda variável. Essa decisão implica na assunção de um risco direcional que, em princípio, deve ser coberto por um retorno esperado equivalente ao risco assumido. Esse aspecto vale para a situação na qual o investidor já detém o ativo ou o adquire apenas como lastro do "financiamento". Qualquer estruturação subsequente que inclua o uso de derivativos não anula a obrigação do administrador de carteira de estar consciente do perfil de risco e retorno dos ativos que adquire. Aqui, e somente aqui, com base numa profunda análise econômico-financeira, é lícito "apostar".

A segunda observação é a de que o derivativo, por sua natureza, é um instrumento de transferência de riscos. Quando o administrador toma a decisão de alienar parte do retorno esperado do ativo sobre o qual ele "apostou", é de se esperar que ele seja compensado adequadamente, sob pena de descaracterizar a sua análise. Quando uma das defesas alega que "o financiador do mercado compra as ações à vista e lança opções de compra dessas ações apostando no aumento da cotação", ela está misturando conceitos.

No aspecto "apostas" não há espaço para lances (e nem lançamentos) displicentes que não estejam fundamentados em análises sólidas. O lançamento de uma opção de compra que não tenha sido "precificada" corretamente "vicia", na partida, todo o embasamento do investidor (administrador). Se a opção for vendida abaixo do preço, o investidor terá agora menos retorno com mais risco, o que, claramente, não é um movimento racional. Todas as alegações que procuram desqualificar o modelo de precificação de opções de Black&Scholes, sem que algum outro modelo seja sugerido, enfraquecem mais do que reforçam a argumentação do administrador.

Não é razoável aceitar a alegação das defesas de que a decisão de investimento se baseava apenas nas taxas. Pode-se, até, utilizar o mesmo argumento levantado pelas defesas para desqualificar o termo de acusação, quando alegam que as conclusões da comissão de inquérito se baseavam em dados ex-post. Também a taxa era uma incógnita ex-ante e, dificilmente, seria possível prevê-la ou esperá-la. A única certeza que um administrador-minimamente preparado para entrar no jogo de apostas das opções teria era a de que a repetição do jogo (cujas regras a Postalis confessadamente desconhecia) fatalmente produziria bons resultados para suas contrapartes. Em algum momento, o administrador poderia vir a encontrar — como, de fato, encontrou — uma taxa razoável ou até mesmo boa. Mas a que preço e risco? Nesse sentido, julgo importante destacar o fato de que os eventos analisados pela Comissão de Inquérito caracterizam um jogo viciado ou, melhor dizendo, um esquema de distribuição assimétrica de resultados em favor das contrapartes do administrador Postalis.

Neste ponto, e com toda a boa vontade, eu procuraria conferir grande importância à alegação de uma das defesas sobre o modelo de Black&Scholes de que

"à época dos fatos nem todos os investidores e nem a própria Bovespa, BVRJ ou CVM o utilizavam como parâmetro oficial para a precificação de opções. Poucos eram os computadores munidos de softwares que aplicavam o complexo modelo norte-americano e, ainda que assim fosse, poucos eram os habilitados a operá-los. O método B&S, portanto, não era e nem é atualmente o único método utilizado para precificação de opções utilizado pelos investidores".

Neste caso, porém, desqualifica-se um método (peça fundamental das operações estruturadas elaboradas), mas não se apresenta outra alternativa que não o "método apostativo", implementado, ao que fazem crer, com a melhor das intenções. Assim, dado o vazio quantitativo das operações, cumpre examinar a boa fé das estratégias executadas. A resposta a essa questão está inserida numa pergunta colocada em destaque por uma das defesas: "Por que as operações foram realizadas na BVRJ?".

Por que a BVRJ?

Dentro do contexto que se coloca — a execução de um "financiamento" razoavelmente pequeno — não encontro nenhuma motivação especial que justifique a transferência da operação para um ambiente de iliquidez. Quer dizer, quando se aceita o argumento principal dos defendentes de que todo o contexto envolvia apenas a busca de um retorno fixo adicional, não se encontra motivo pelo qual a operação não pudesse ser executada na Bovespa. Destacam-se aqui duas observações.

A primeira delas refere-se ao fato de que só cabe revestir qualquer operação de um caráter "estrutural" se, de fato, não for

possível executá-la pelas vias normais, ou seja, através dos ativos líquidos e nos ambientes com melhor formação de preço. Os volumes dos financiamentos executados não justificavam a "estruturação" engendrada.

Em segundo lugar, na ocasião, a Bolsa paulista apresentava excelente visibilidade para a execução de operações de financiamento sujeitas essencialmente ao mesmo risco direcional escolhido pela Postalis: o setor de telecomunicações (através das ações e opções sobre a Telebrás). Caso tivesse optado por buscar o retorno fixo adicional na Bolsa de São Paulo, a Postalis não se teria colocado na frágil situação de depender de negociações bilaterais sem transparência para atingir os objetivos propostos. Isso nos leva a um novo rol de considerações.

Antes, porém, cabe conjugar dois dos argumentos colocados até aqui e que caracterizam o núcleo da acusação. Trata-se do fato de que, se os administradores desconheciam modelos de precificação de opções (modelos esses que confeririam parâmetros justos às transferências de risco executadas), eles deveriam, ao menos, não ter deixado de atuar no ambiente no qual, em princípio, a transferência justa de riscos vigorava (o mercado líquido de opções). Ou seja, este seria o argumento que justificaria a implementação de operações de "financiamento" tendo por sinalização apenas a taxa esperada. Mesmo aqui, caberia sempre verificar se as próprias séries selecionadas estariam sendo arbitradas corretamente, sem distorções momentâneas.

Das arbitragens interpretações

Chama-me a atenção o descuido dos administradores com o acompanhamento da execução das ordens. Os Srs. Paulo Tassano Sigaud (Superintendente da Postalis) e João Batista Peixoto (Gerente de Aplicações Patrimoniais da Postalis) não poderiam ter deixado de zelar pela melhor execução das operações sob sua responsabilidade.

Isto porque, conforme verificamos, tratava-se de operações estruturadas executadas num ambiente de menor visibilidade. Em outras palavras, tratava-se de uma estrutura proposta por terceiros a qual visava um objetivo específico: usar um ativo de renda variável para alcançar uma taxa de renda fixa. E é claro que a obtenção da meta com menor perfil de risco (algo totalmente desconsiderado pelos administradores da Postalis) dependia de dois fatores essenciais: a otimização do preço das ações nas duas pontas da operação e a otimização da precificação das opções, também nas duas pontas da operação.

Todas as informações coletadas pela Comissão de Inquérito indicam a ausência desses cuidados. No que concerne às ações, é flagrante o descuido, quando se verifica que as contrapartes da Postalis puderam arbitrar mercados em detrimento da Fundação. Dois exemplos ilustram bem essa situação: as transações ocorridas em 10.03.95 e em 13.03.95. Na primeira ocasião, a maior parte dos papéis foi adquirida na Bovespa a um preço próximo de R\$ 74 e vendida no mesmo dia à Postalis por R\$ 80. Já em 13.03.95, a relação ficou em R\$ 83 x R\$ 86 contra a Postalis.

Novamente, não é razoável supor que, em uma operação estruturada (ou seja, fora de um ambiente líquido), os administradores da Postalis não tivessem se dado ao trabalho e ao cuidado de acompanhar a execução de toda a cadeia da operação. Competiria aos responsáveis não apenas buscar a redução do preço médio de aquisição das ações, como também reduzir ao máximo a base de preços de partida da estratégia de "financiamento". Quer dizer, caberia aos administradores reduzir o preço médio de aquisição de ações e maximizar o valor do prêmio das opções alienadas. Como corolário, esses administradores obteriam um menor preço de exercício das opções e dessa forma tornariam mais exequível a estratégia idealizada. Contudo, nada disso foi feito.

Neste ponto cabe introduzir um segundo agente em todo o processo: a corretora Síntese. No meu entender, essa corretora tinha um papel de intermediário financeiro a cumprir, mas que não foi cumprido com o cuidado e a diligência necessários.

É de se supor que, em algum momento, a Postalis e a Síntese tenham negociado a execução de uma operação de financiamento. Não importa muito de quem tenha partido a iniciativa, embora os graus de responsabilidade se acentuem de acordo com a origem da proposta. De qualquer forma, no tocante à corretora Síntese, esse agente tinha a obrigação de cuidar para que seu cliente não fosse colocado numa posição indevida de desequilíbrio perante os demais participantes da operação. No meu entender, esse movimento se caracteriza, tanto para a Postalis como para a Síntese, por uma ação ou por uma omissão de uma das partes.

Conforme destacado, toda a questão do vício ou do desequilíbrio inicial (os "odds"), assim como a questão do "front-running", remetem a esse ponto.

Um aspecto adicional a tudo isso, mas não menos relevante, refere-se ao fato de todas as ordens da Postalis terem sido repassadas para a corretora Síntese. Se, conforme vimos, uma boa dose do sucesso da estratégia dependia de uma execução eficiente, por que a Postalis não distribuiu as ordens por diversas corretoras de modo a testar os diferentes resultados? A fé cega na Síntese e a relação simbiótica com ela não dignificam a Postalis neste episódio. A corretora, por sua vez, como fiel executora de uma estratégia contratada com a Postalis, não poderia jamais ter colocado a sua cliente numa posição de desequilíbrio. O "front-running" direto ou através de prepostos já é, por si só, inaceitável. Certamente, a corretora não foi contratada para deixar isso acontecer. A única hipótese para tal seria a corretora estar agindo por conta própria e ter estado presente, por acaso, como contraparte de mercado em todos os eventos. Mas, é claro que não se trata

disso aqui.

Da falta de transparência (e dos arbítrios)

Depois de passar pelos "odds", chegamos, finalmente, aos "gods", ou seja, à falta de transparência e de cuidado com os donos de uma poupança previdenciária confiada aos administradores da Fundação.

Conforme destacado, esses administradores tinham a oportunidade de executar a mesma estratégia através de séries líquidas de Telebrás, com preços de exercício 10% ou 20% acima do preço à vista vigente e com contrapartes de mercado. Essa possibilidade eliminava a necessidade de negociação ou de pré-combinação com quaisquer corretoras (e seus clientes), por mais diligentes que elas fossem. A falta de transparência tornou-se mais evidente e crítica no momento da reversão das operações. Nessa ocasião, a determinação do prêmio das opções e a fixação das taxas dos "financiamentos" permaneceram totalmente ao arbítrio dos operadores da Postalis e da Síntese. Como demonstrar que a taxa obtida foi a melhor possível se não havia nem transparência adequada nem outras execuções para cotejar?

Outro aspecto de desrespeito aos legítimos donos da poupança depositada na Postalis foi o fato de os administradores terem decidido arriscar os recursos a eles confiados (conforme vimos, sem o devido ferramental ou preocupação com transparência) em um momento de altíssima volatilidade de mercado, ou seja, no rescaldo da crise do México. Em dado momento, durante a execução das operações, a volatilidade do papel escolhido (e do mercado em geral) alcançou 180%! Mas, ao que tudo indica, os administradores da Postalis estavam alheios a isso.

Da tipificação, das responsabilidades e da apenação

Diante de todo o exposto, acompanho o voto do Diretor-Relator, seja na absolvição de vários dos acusados, seja para condenar os acusados RMC S.A. SOCIEDADE CORRETORA, HENRIQUE FREIHOFFER MOLINARI, RICARDO CAMARGO CAVALIERI, HEITOR ALEXANDRE PEREIRA REIS, SÍNTESE ASSET MANAGEMENT LTDA. e ALEXANDRE HENRIQUE DE FREITAS pela realização de prática não eqüitativa, em violação ao disposto na Instrução CVM nº 08/79, inciso II, letra *d*.

Esclareço ainda que vejo dois níveis distintos de responsabilidade pela atuação ilegal. O primeiro deles envolve a atuação da Fundação Postalis, da Corretora Síntese e do seu Diretor; o segundo engloba todos os demais identificados como culpados. Entendo que o administrador da Postalis, Sr. Heitor Alexandre Pereira Reis, a Corretora Síntese e seu Diretor, Sr. Alexandre Henrique de Freitas, merecem reprovação mais severa pela prática ilegal, pois tinham o poder de decisão sobre as operações realizadas ao longo de toda a seqüência dos fatos. Os demais merecem sanção menos grave, pois, embora tenham participado da prática ilegal, não tinham o poder de decisão conferido aos primeiros, para os quais atuavam como prepostos.

Finalmente, entendo que, para efeito da quantificação da penalidade de multa abaixo proposta, as operações ilegais realizadas devem ser consideradas em conjunto, e não individualmente segundo a participação de cada agente. Isso porque cada operação individualmente considerada constituiu parte de um único todo: a organização de um único esquema que, mediante várias operações não eqüitativas, causou vultoso prejuízo à Postalis. É dizer, o esquema como um todo dependeu da prévia combinação entre os vários agentes envolvidos nas operações, os quais, juntos, viabilizaram o conjunto das práticas ilegais verificadas. Sem a participação de todos os envolvidos, o esquema não poderia ter sido organizado.

Ante o exposto, considerando o grau de reprovabilidade dos acusados na atuação ilegal verificada, e com fundamento no artigo 11, § 1.º, II, da Lei nº 6.385/76 (conforme redação vigente à época dos fatos), que prevê que a multa não excederá trinta por cento do valor da emissão ou operação irregular, voto pela aplicação de **PENA DE MULTA**, da seguinte forma:

- RMC S.A. SOCIEDADE CORRETORA: multa de R\$ 234.071,95, equivalente a 15% sobre o valor total das operações realizadas;
- HENRIQUE FREIHOFFER MOLINARI, diretor da RMC S.A. SOCIEDADE CORRETORA: multa de R\$ 234.071,95, equivalente a 15% sobre o valor total das operações realizadas;
- RICARDO CAMARGO CAVALIERI, diretor da RMC S.A. SOCIEDADE CORRETORA: multa de R\$ 234.071,95, equivalente a 15% sobre o valor total das operações realizadas;
- HEITOR ALEXANDRE PEREIRA REIS, diretor do POSTALIS: multa de R\$ 468.143,91, equivalente a 30% sobre o valor total das operações realizadas;
- SÍNTESE ASSET MANAGEMENT LTDA., sucessora de SÍNTESE S/A Corretora de Valores Ltda: multa de R\$ 468.143,91, equivalente a 30% sobre o valor total das operações realizadas;
- ALEXANDRE HENRIQUE DE FREITAS, diretor da SÍNTESE CORRETORA: multa de R\$ 468.143,91, equivalente a 30% sobre o valor total das operações realizadas.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 17 de fevereiro de 2005.

Sérgio Weguelin

Diretor

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° 04/2000

Indiciados: AGENTE CTVM Ltda.
JOACYR REYNALDO
AGROPASTORIL RICCI Ltda.
ROBERTO DE CASTRO VISNEVSKI
RMC S.A. Sociedade Corretora
HENRIQUE FREIHOFFER MOLINARI
RICARDO CAMARGO CAVALIERI
BANCO MULTIPLIC S/A
HEITOR ALEXANDRE PEREIRA REIS
DAVID BENSUSAN
NORSUL Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários
FINAMBRÁS CCTVM Ltda.
RICARDO ALBERTO SANCHEZ PAGOLA
MECO GLOBAL INVESTMENT N.V., sucessor
de Meco Tatimba Investment N.V.
SÍNTESE Corretora de Valores Ltda., sucedida
por Síntese S.A. Corretora de Valores
ALEXANDRE HENRIQUE DE FREITAS
RICARDO OSSAILE
SOCIMER INTERNATIONAL BANK Ltda.
VIRTUAL EMERGING MARKETS INVESTMENT FUND Ltd.
CONSTRUTORA CASTRO NOGUEIRA Ltda.
RELATOR: DIRETOR WLADIMIR CASTELO BRANCO CASTRO

RELATÓRIO

Senhores Membros do Colegiado:

1. O presente processo administrativo sancionador foi instaurado para " *apurar a ocorrência de possíveis irregularidades nas operações com ações de emissão da Telesp e com opções dessas ações, no período de janeiro a dezembro de 1995, em negócios intermediados pela RMC S.A. Sociedade Corretora, tendo em contraparte o Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos – Postalís*" (fls. 01).

DO RELATÓRIO DA COMISSÃO DE INQUÉRITO

I- ORIGEM

2. Conforme explanado no Relatório da Comissão de Inquérito, foi detectado, no exercício da atividade de fiscalização desta Autarquia, que, em 07, 10 e 13.03.95, foram efetuadas operações *daytrade* "interpraças", com ações PN de

emissão da Telesp, em nome do Sr. Roberto de Castro Visnevski e da Construtora Castro Nogueira Ltda., clientes da RMC S/A Sociedade Corretora, todas elas executadas pela Norsul CCVM Ltda. e tendo como comprador final, na BVRJ, o Instituto de Seguridade dos Correios e Telégrafos – Postalís, operando através da Síntese Corretora, que transmitiu as ordens para que a Norsul as executasse. Em razão das referidas operações, o Postalís teve uma perda de R\$ 69.032,90, em benefício das contrapartes anteriormente mencionadas (fls. 1438).

3. *"Detectou-se, também, que no mesmo dia das compras de Telesp PN no mercado à vista, o Postalís lançou na BVRJ opções de compra sobre essas ações, tendo como contraparte a carteira própria da RMC Corretora, os diretores desta última, Srs. Ricardo de Camargo Cavalieri e Henrique Freihofner Molinari, bem como os investidores da Agropastoril Ricci Ltda. e Meco Tatimba Investment NV, tendo este último operado pela corretora Agente".* Cerca de quinze dias após o lançamento das opções, o Postalís recomprou as opções, através da Síntese, em contraparte às mesmas pessoas, arcando com um prejuízo da ordem de R\$ 457.172,00 (fls. 1438).
4. Diante dos indícios de existência de irregularidades, o Colegiado da CVM, em 29.01.99, aprovou a proposta de instauração de Inquérito Administrativo (fls. 11/12) apresentada pela GMN, tendo sido designada, em 14.02.00, a Comissão encarregada da condução do inquérito (fls. 01).
5. Saliente-se que, em 25.02.00, o Colegiado determinou a inclusão da Finambrás CCTVM Ltda., Ricardo Alberto Sanchez Pagola, Agente CTVM, Joacyr Reynaldo e Meco Global Investment N.V (fls. 945). Em reunião de 26.05.00, aprovou-se a exclusão de José de Souza Teixeira e Carlos Augusto Luz Avian (fls. 1.185).

II- OPERAÇÕES INVESTIGADAS

6. A Comissão de Inquérito analisou os negócios efetuados pelo Postalís em 1995 com ações Telesp PN e opções sobre essas ações, conforme exposto a seguir:
 - A) Operações efetuadas com Telesp PN e com opções dessas ações série CFI em 10, 21 e 22.03.95
7. Em 10.03.95, o Postalís adquiriu 7.500.000 ações Telesp PN na BVRJ, ao preço de R\$ 80,00/mil, e lançou a mesma quantidade de opções de compra dessas ações (prêmio médio de R\$ 3,76/mil), série "CFI", com vencimento em 19.06.95 e preço de exercício de R\$ 87,79¹. O Postalís deu suas ordens para a corretora Síntese que, por sua vez, as repassou à corretora Norsul. As contrapartes do Postalís atuaram através da corretora RMC e da corretora Agente, que também repassaram as ordens para serem executadas pela Norsul (fls. 1.441).
8. Observa-se às fls. 1.461/1.462 que as ações adquiridas pelo Postalís em 10.03.95 haviam sido objeto de operações "interpraças" realizadas pelo Sr. Roberto de Castro Visnevski (cliente da RMC) ², o qual obteve um lucro bruto de R\$ 32.926,40 em detrimento do Postalís, ressaltando-se que esse Sr. adquiriu a maior parte dos títulos na Bovespa por um preço inferior a R\$ 80,00.
9. O Relatório da Comissão de Inquérito apresentou, de forma resumida, o conteúdo das ordens de operação de 10.03.95 referentes ao Postalís, aos clientes que operaram através da RMC e ao Meco Tatimba, considerando que *"a análise do momento da entrada das ordens na Norsul corrobora o fato de que não só as corretoras Síntese, RMC e Norsul estavam trabalhando em conjunto, com o objetivo de efetuar as operações estruturadas envolvendo ações Telesp PN e opções sobre essas ações, como também a corretora Agente fazia parte do grupo"* (fls. 1.442).
10. Em 21 e 22.03.95, o Postalís adquiriu as opções de compra anteriormente lançadas, pelo preço de R\$ 15,80 e R\$ 15,50 pelo lote de mil, em contraparte aos mesmo comitentes, vendendo à carteira própria da RMC, pelo preço de R\$ 94,00³, a posição de ações Telesp PN anteriormente adquirida do Sr. Roberto Visnevski (fls. 1.443).
11. A Comissão de Inquérito entendeu que *"a operação envolvendo o Postalís foi estruturada visando, apenas, proporcionar rendimentos aos cliente da RMC que foram suas contrapartes, tanto no mercado à vista, quanto no mercado de opções"*, ressaltando que, embora não fosse de renda fixa, a operação, efetuada em 10.03.95, apresentava as características de uma operação de *hedge* conhecida como *put sintética*, a qual reduziria a perda da carteira de ações em valor correspondente ao prêmio recebido pela opção, até que a cotação da ação atingisse o preço de exercício de R\$ 87,79 (fls. 1.444/1.445).
12. Tal operação de *hedge* se descaracterizou quando o Postalís optou por adquirir as opções anteriormente lançadas e vender as ações no mercado à vista, recebendo valores inferiores ao preço de exercício da própria opção⁴. Assim *"se não tivesse revertido a operação com opções, deixando que estas fossem exercidas, o Postalís teria recebido um retorno muito superior"* (fls. 1.444/1.445).
 - B) Operações efetuadas com Telesp PN e com opções dessas ações, séries CLE, CBA, CFB, CFC, CFF e CJI, até 20.09.95⁵
13. Após descrever minuciosamente as operações efetuadas com Telesp PN e com opções dessas ações, séries CLE,

CBA, CFB, CFC, CFF e CJI (fls. 1.446/1457), a Comissão de Inquérito apresentou as seguintes conclusões (fls. 1.457/1.458):

- "durante o período de exatos 360 dias, entre 21.10.94 e 16.10.95, o Postalís efetuou operações que envolveram a compra de Telesp PN, a negociação, na BVRJ, de opções de compra sobre essas ações, e a venda posterior de 31.000.000 das ações Telesp PN acumuladas", tendo como contrapartes clientes da RMC, Síntese ou Agente que atuaram pela Norsul (fls. 1.457);
 - não há que se falar que o ganho das contrapartes do Postalís ocorreu em face de um expressivo mercado, pois face à pequena liquidez das opções sobre Telesp PN negociadas na BVRJ, a negociação desses papéis era sempre realizada entre o Postalís e um mesmo grupo de comitentes (fls. 1.457 e 1458);
 - o ganho obtido pelas contrapartes se deu em face da própria fundação (fls. 1.458);
 - os preços das opções negociadas eram fixados segundo o interesse das partes envolvidas nas negociações, ou seja, as Corretoras Norsul, Síntese, RMC e Agente, que visavam à obtenção de rendimentos para os seus clientes (fls. 1.458);
 - "o esquema assim montado assegurava ao Postalís a obtenção de resultados apenas suficientes para não chamar a atenção dos órgãos de controle das entidades de previdência privada" (fls. 1.458).
1. Verifica-se às fls. 1.458 do Relatório da Comissão de Inquérito um resumo de todas as operações em comento, o qual se transcreve:

| Data | Tipo | C/V | Quantidade (*) | Preço | Contraparte | Vencimento |
|----------|-----------|-----|-------------------|--------|------------------------------|------------|
| 21.10.94 | Telesp PN | C | 5.000.000 | 418,00 | Agente p/c 2304-0 e 7655-8 | vista |
| 21.10.94 | CLE | V | 5.000.000 | 9,00 | Agente p/c 7655-8 | 19.12.94 |
| 07.12.94 | CLE | C | 5.000.000 | 0,01 | Socimer Intl. Bank | 19.12.94 |
| 07.12.94 | CBA | V | 5.000.000 | 17,00 | Socimer Intl. Bank | 20.02.95 |
| 15.02.95 | CBA | C | 5.000.000 | 0,01 | Socimer Intl. Bank | 20.02.95 |
| 15.02.95 | CFB | V | 15.000.000 | 5,00 | Socimer Intl. Bank | 19.06.95 |
| 07.03.95 | Telesp PN | C | 2.000.000 | 93,00 | Construtora Castro Nogueira | vista |
| 07.03.95 | CFC | V | 2.000.000 | 5,03 | Clientes – RMC | 19.06.95 |
| 07.03.95 | Telesp PN | C | 8.000.000 | 94,00 | Construtora Castro Nogueira | vista |
| 07.03.95 | CFC | V | 8.000.000 | 4,00 | Clientes – RMC | 19.06.95 |
| 28.03.95 | CFB | C | 15.000.000 | 26,50 | Socimer Intl. Bank | 19.06.95 |
| 28.03.95 | CFC | C | 2.000.000 | 18,50 | H. Molinari / Agropastoril | 19.06.95 |
| 28.03.95 | CFC | C | 8.000.000 | 18,50 | Clientes – RMC | 19.06.95 |
| 28.03.95 | CFF | V | 5.000.000 | 3,00 | Clientes – RMC | 19.06.95 |
| 28.03.95 | CFF | V | 8.000.000 | 3,00 | Ricardo Cavalieri | 19.06.95 |
| 28.03.95 | CFF | V | 3.500.000 | 3,00 | Agropastoril Ricci | 19.06.95 |
| 04.07.95 | CJI | V | 31.000.000 | 2,50 | Síntese FIF | 19.06.95 |
| 05.09.95 | CJI | C | 28.000.000 | 27,50 | Alexandre H. Freitas/Virtual | 19.06.95 |
| 05.09.95 | Telesp PN | V | 24.330.000 | 163,50 | Não disponível | |
| 05.09.95 | Telesp PN | V | 1.500.000 | 163,00 | Não disponível | |
| 05.09.95 | Telesp PN | V | 800.000 | 164,00 | Não disponível | |

| | | | | | | |
|----------|-----------|---|-----------|--------|------------------------------|-----------|
| 05.09.95 | Telesp PN | V | 300.000 | 163,99 | Não disponível | |
| 05.09.95 | Telesp PN | V | 1.070.000 | 165,00 | Não disponível | |
| 20.09.95 | CJI | C | 2.100.000 | 30,50 | Síntese p/c não identificado | 16.10.95 |
| 20.09.95 | Telesp PN | V | 2.100.000 | 166,50 | Não disponível | |
| 16.10.95 | EC - CJI | V | 900.000 | 140,00 | Síntese p/c não identificado | exercício |

(*) No início de 1995, houve uma bonificação de 200% para as ações Telesp PN. Dessa forma, 5.000.000 de ações passaram a ser equivalentes a 15.000.000.

C) Operações efetuadas com Telesp PN e com opções dessas ações, série CHG, até 05.05.95

2. Conforme descrito no Relatório da Comissão de Inquérito, o Postalís detinha em sua carteira 20.000.000 de ações Telesp PN que haviam sido adquiridas por R\$ 111,65/mil em 27.01.95. Continuando a apreciação, está consignado no item 78:

"Em 17.04.95, o Postalís lançou, ao preço de R\$ 3,00, 20.000.000 de opções sobre Telesp PN, série CHG, com preço de exercício de R\$ 117,79/mil e vencimento em 21.08.95", tendo como contraparte nessa operação a Exprinter Intl. Bank N.V., cliente da Norsul. "Ocorre, porém, que, em 17 e 18.04.95, foram realizadas outras operações com série CHG, que resultaram nos itens 2 a 4 da movimentação a seguir apresentada: ⁶

◦ **Postalís**

17.04 – V – 20.000.000 CHG – R\$ 3,00 (1)

05.05 – C – 20.000.000 CHG – R\$ 31,00 (1)

◦ **Exprinter Intl. Bank**

~~*17.04 – C – 20.000.000 CHG – R\$ 3,00 (1)*~~

~~*17.04 – V – 20.000.000 CHF – R\$ 8,00 (2)*~~

~~*18.04 – V – 20.000.000 CHG – R\$ 3,00 (3)*~~

~~*18.04 – C – 20.000.000 CHF – R\$ 8,00 (4)*~~

◦ **Virtual Emerging Markets Investments Ltd.**

~~*17.04 – C – 20.000.000 CHF – R\$ 8,00 (2)*~~

~~*18.04 – C – 20.000.000 CHG – R\$ 3,00 (3)*~~

~~*18.04 – V – 20.000.000 CHF – R\$ 8,00 (4)*~~

05.05 – V – 20.000.000 CHG – R\$ 31,00 (1)"

16. Diante de tais operações, a Comissão de Inquérito ponderou que (item 79 do Relatório) "...o negócio com opções CHG entre o Exprinter Intl. Bank e o Postalís, bem como, os negócios efetuados entre o Exprinter e o Virtual com opções CHF e CHG, todos intermediados pela Norsul, ocorreram apenas para ocultar a real contraparte do Postalís quando este lançou opções CHG, contraparte esta que, na realidade, foi o investidor Anexo IV Virtual Emerging Markets Investments Ltd., administrado pela Síntese", que teve as opções que lhe custaram apenas R\$ 3,00 recompradas por R\$ 31,00, obtendo um lucro de R\$ 560.000,00 em detrimento do Postalís, correspondente a 833,3% sobre o valor por ele investido (fls. 1.459/1.461).

17. Em 05.05.95, o Postalís vendeu, no mercado à vista, 20.000.000 de ações Telesp PN ao preço de R\$ 125,00, sendo 10.000.000 em contraparte à Regius e 10.000.000 em contraparte à Ceres. Todas as fundações operaram pela Síntese, que repassou as ordens à Norsul (fls. 1.460).

18. A Comissão de Inquérito considerou não ser a hipótese de operação de financiamento visto que a taxa de juros obtida foi negativa, ressaltando que o Postalís recebeu R\$ 94,00/mil por uma carteira de ações que lhe havia custado R\$ 108,65/mil, sendo que, na data da reversão, as ações estavam cotadas ao preço médio de R\$ 125,53/mil, acrescentando que "a

operação feita pelo Postalis em 17.04.95, quando lançou opções CHG, consistiu em uma operação de hedge, que reduziria a perda da carteira de ações, em valor correspondente ao prêmio recebido pela opção, até que a cotação atingisse o preço de exercício de R\$ 117,79" (fls. 1.461).

19. Verifica-se, no item 99 do Relatório da Comissão de Inquérito, a indicação dos rendimentos auferidos pelas contrapartes nas operações investigadas em detrimento do Postalis (fls. 1.467), conforme quadro demonstrativo constante do referido item:

1.5) Da totalização dos rendimentos auferidos pelas contrapartes do Postalis.

99. Tem-se, portanto, que, nas operações investigadas, as contrapartes do Postalis auferiram os seguintes rendimentos, em negócios efetuados com Telesp PN e com opções sobre essas ações, em detrimento da fundação:

| | R\$ | R\$ |
|---|------------------|------------|
| 1) Construtora Castro Nogueira: | | |
| - Day-trade "interprações" com Telesp PN em 07.03.95 | 18.196,20 | |
| - Day-trade "interprações" em 13.03.95 | <u>17.970,30</u> | 36.166,50 |
| | | |
| 2) Roberto de Castro Visnevski: | | |
| - Day-trade "interprações" em 10.03.95 | | 32.926,40 |
| | | |
| 3) Henrique Freihofer Molinari: | | |
| - Compra CFF em 28.03.95, que "virou pó" | (4.500,00) | |
| - Operação com CFI em 10, 21 e 22.03.95 | 11.925,00 | |
| - Operação com CFC em 07 e 28.03.95 | 21.235,00 | |
| - Operação com CFB em 13 e 28.03.95 | <u>24.000,00</u> | 52.660,00 |
| | | |
| 4) Ricardo Cavalieri: | | |
| - Compra CFF em 28.03.95, que "virou pó" | (27.000,00) | |
| - Operação com CFI em 10, 21 e 22.03.95 | 72.540,00 | |
| - Operação com CFC em 07 e 28.03.95 | 81.750,00 | |
| - Operação com CFB em 13 e 28.03.95 | <u>83.500,00</u> | 210.790,00 |
| | | |
| 5) RMC: | | |
| - Day-trade "interprações" com Telesp PN em 21 e 22.03.95 | (1.843,20) | |
| - Operação com CFC em 07 e 28.03.95 | 21.235,00 | |
| - Operação com CFB em 13 e 28.03.95 | <u>24.000,00</u> | 43.391,80 |
| | | |
| 6) Agropastoril Ricci: | | |

| | | |
|--|-------------------|----------------------------|
| - Compra CFF em 28.03.95, que "virou pó" | (18.000,00) | |
| - Operação com CFC em 07 e 28.03.95 | 21.235,00 | |
| - Operação com CFB em 13 e 28.03.95 | <u>24.000,00</u> | 27.235,00 |
| | | |
| 7) Meco Tatimba: | | |
| - Operação com CFI em 10, 21 e 22.03.95 | | 15.310,00 |
| | | |
| 8) Socimer International Bank: | | |
| - Operação com CFF em 28.03 e 09.05.95 | 105.000,00 | |
| - Operação com CFB em 07 e 28.03.95 | <u>322.500,00</u> | 427.500,00 |
| | | |
| 9) Virtual Emerging Markets Investments Ltd. | | |
| - Compra de CFF em 09.05.95, que "virou pó" | (150.000,00) | |
| - Operação com CJI em 13.07 e 05.09.95 | 304.500,00 | |
| - Operação com CHG em 18.04 e 05.05.95 | <u>560.000,00</u> | <u>714.500,00</u> |
| | | |
| TOTAL GERAL | | <u>1.560.479,70</u> |

III- Declarações prestadas

20. A Comissão de Inquérito destacou, nos itens 100/127, as declarações prestadas pelos Srs. Alexandre Henrique de Freitas, David Bensusan, Roberto de Castro Visnevski, Henrique Freihofer Molinari, Ricardo de Camargo Cavalieri, Fábio Magnus Ferreira Lauriano Leme, Joacyr Reynaldo, Ricardo Alberto Sanchez Pagola e Heitor Alexandre Pereira Reis (fls. 1.468/1.476).

IV- Conclusões da Relatório da Comissão de Inquérito

21. Em sua conclusão, o Relatório da Comissão de Inquérito ressaltou os seguintes aspectos (itens 128/161 – fls. 1.477/1.487):

Quanto às operações com Telesp PN e opções de compra dessas ações efetuadas pelo Postalis e por suas contrapartes

- analisando-se o documento acostado às fls. 1.212, que demonstra a posição de fim de mês da carteira Telesp PN do Postalis, nota-se que as demais ações Telesp PN adquiridas por esta fundação compunham operações estruturadas, envolvendo o lançamento de opções de compra cobertas (fls. 1.477);
- as operações efetuadas pelo Postalis em 1995 "consistiam na compra de papéis Telesp PN, no mercado à vista, e o lançamento simultâneo de uma série de opções de compra sobre essas ações" (fls. 1.477);
- "não era, portanto, fixada uma taxa de juros, mas o que se fazia era apenas uma operação de hedge, conhecida como put sintética ou lançamento coberto de calls, cujo objetivo pode ser tanto minimizar a perda em caso de queda do preço da ação, reduzindo-a no montante correspondente ao prêmio recebido, quanto obter uma renda pré-fixada, em reais, em caso de elevação de preço" (fls. 1.477);
- na maior parte dos casos em que o Postalis detinha posição lançadora em opções que demonstrassem indícios de se tornarem *out of the money*, esta fundação as recomprava por um valor simbólico e, concomitantemente, lançava uma nova série de opções (fls. 1.477);
- "caso as opções estivessem 'in the money', o Postalis comprava a quantidade anteriormente lançada, em geral, a preços bem superiores àqueles obtidos por ocasião do lançamento" (fls. 1.477);

- *"segundo o alegado pelo Sr. Alexandre Freitas, da Síntese, e confirmado pelo Sr. David Bensusan, da Norsul, haveria uma preferência em realizar as operações estruturadas na BVRJ, pois esta oferecia atrativos, tais como, a abertura de séries de opções em poucas horas e o desconto nos emolumentos para as suas corretoras-membros que intermediassem maior volume de operações, o que justificaria, segundo ambos, o fato de que os comitentes lançadores de opções efetuassem a compra das ações objeto na própria BVRJ de sorte a não ficarem com suas posições a descoberto perante a Bolsa" (fls. 1.477/1.478);*
- *ocorre que, na BVRJ, à época, conforme fls. 890/893, o mercado de Telesp PN e de opções sobre essas ações era extremamente restrito, sendo constituído principalmente pelo Postalis e por suas contrapartes, não se podendo, então, aceitar o argumento do Sr. Ricardo Cavalieri de que "um eventual ganho auferido pelo financiado se dá em relação ao mercado e não em relação direta ao financiador" (fls. 1.478);*
- *o fato de o Postalis, na posição de financiador, não ter conseguido, com suas operações, reduzir seu custo de aquisição dos papéis, visto que a diferença entre o preço pago na BVRJ e o prêmio recebido resultou em valores próximos à cotação média praticada na Bovespa, afasta o fundamento econômico de operações de financiamento apresentado pelo Sr. Ricardo Cavalieri em sua declaração às fls. 1.043/1.045 (fls. 1.478 e 1.480);*
- *"...na data da reversão da operação com opções, fixou-se, para o Postalis, apenas um rendimento mínimo, que permitiria à diretoria deste último justificar os negócios praticados perante os órgãos de controle dos fundos de pensão, possibilitando às contrapartes do Postalis que atuaram na compra e venda de opções sobre Telesp PN a obtenção de rendimentos muito mais elevados do que o do Postalis, tanto percentualmente em relação ao valor aplicado, quanto em termos absolutos" (fls. 1.478);*
- *o Postalis não recebeu, também o rendimento fixado na estruturação da put sintética, pois, ao recomprar as opções, transferiu para suas contrapartes não somente o ganho decorrente da valorização das ações acima do preço de exercício das opções, mas também o ganho decorrente da valorização entre o seu custo de aquisição e o preço de exercício, ganho este que, pela put sintética, caberia à fundação, tendo restado, assim, ao Postalis nenhum ou insignificante ganho (fls. 1.478);*
- *"...as operações eram estruturadas, pré-combinadas, de forma a proporcionar elevados rendimentos para as contrapartes do Postalis...", ressaltando que o Sr. Alexandre Henrique de Freitas declarou que a Síntese estruturava operações em bolsa de valores, procurando contrapartes⁷ (fls. 1.479);*
- *"as operações relatadas consistiram em lançamentos cobertos de opções de compra sobre ações Telesp PN, os quais, em regra, envolveram a compra, por parte do Postalis, das opções lançadas a preços bastante superiores, provocando, assim, uma transferência do rendimento inicialmente fixado para as contrapartes da fundação" (fls. 1.479);*
- *"...as ações Telesp PN que foram mantidas na carteira do Postalis tiveram um custo superior ao que teria sido obtido se as operações de hedge tivessem seguido seu curso normal, não envolvendo a recompra das opções de forma desvantajosa para o Postalis, a preços substancialmente mais elevados, recompra essa seguida de novos lançamentos de opções, caracterizando uma 'rolagem'" (fls. 1.479/1.480);*
- *"...em decorrência dos negócios efetuados na BVRJ, o Postalis limitou uma eventual lucratividade futura gerada por sua carteira Telesp PN" (fls. 1.480);*
- *os resultados expressos no item 99 do Relatório da Comissão de Inquérito (fls. 1.467) demonstram que "as operações envolvendo o Postalis foram estruturadas de maneira a propiciar sistemáticos e expressivos lucros as suas contrapartes que atuaram através da RMC, Agente e Síntese, sendo muito raros os casos em que tais comitentes vieram a perder o prêmio por eles pago e ressaltando-se que, mesmo nesses raros casos, novas operações foram feitas e tais contrapartes vieram a ter lucros que suplantaram, e muito, esses pequenos prejuízos" (fls. 1.480);*
- *"...as reversões antecipadas acabaram por aumentar, ainda mais, o lucro dessas contrapartes, em detrimento do Postalis" (fls. 1.480);*
- *ficou caracterizada a ocorrência de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, tendo em vista que as referidas 'operações de financiamento' com Telesp PN e opções sobre essas ações, realizadas na BVRJ, na realidade, "mascararam artifícios que visavam unicamente a propiciar elevados lucros às contrapartes do Postalis, em detrimento dessa fundação" (fls. 1.480);*
- *tais operações também se caracterizaram como operações fraudulentas, "visto que, ao serem disfarçadas de operações de financiamento, visaram a ocultar da fundação e dos órgãos de acompanhamento de mercado, desta CVM e das bolsas de valores, o seu verdadeiro objetivo, que era proporcionar vantagens patrimoniais ilícitas para as contrapartes do Postalis, em detrimento deste" (fls. 1.480);*

- "a escolha da BVRJ para a realização das operações, onde nem Telesp PN nem as opções sobre essas ações tinham qualquer liquidez, visou, unicamente, à realização de negócio a preços que atendessem o interesse das corretoras envolvidas e das contrapartes do Postalis, em detrimento deste último" (fls. 1.480);
- ficou caracterizada a criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço tendo em vista que "os investidores Meco Tatimba, que operou pela Agente, os investidores Anexo IV Virtual Emerging Markets Investments Ltd. e Socimer International Bank Ltd., que operaram pela Síntese, e os clientes Agropastoril Ricci, Ricardo Cavalieri e Henrique Molinari, bem como a carteira própria da RMC negócio algum teriam efetuado com opções sobre Telesp PN na BVRJ não fosse para atuar como contrapartes do Postalis e, assim, auferirem lucros em detrimento deste último" (fls. 1.480/1.481);
- apurou-se que a corretora Agente teve participação ativa nas operações objeto do presente inquérito descritas nos parágrafos 13 a 29 do Relatório da Comissão de Inquérito⁸(fls. 1.481);
- "...enquanto responsáveis pela administração da carteira do Meco Tatimba, o Sr. Ricardo Pagola e a Finambrás devem ser responsabilizados pelos negócios irregulares efetuados em nome do citado investidor"⁹ (fls. 1.481);
- "igualmente, enquanto responsáveis pela administração da carteira do investidor Anexo IV Socimer International Bank Ltd, em 1995, o Banco Multiplic S.A. e seu diretor Ricardo Ossaille devem ser responsabilizados pelos negócios irregulares efetuados em nome do mencionado investidor..." (fls. 1.481);
- "...a alegação de serem os negócios em nome da Agropastoril Ricci executados sem a sua decisão quanto à escolha e momento de aplicar no mercado de valores mobiliários, cabendo a decisão à RMC, não exime de responsabilidade a Agropastoril Ricci"¹⁰.
- a Síntese intermediou todas as operações efetuadas pelo Postalis e fez com que seus clientes, em especial, o Socimer Intl. Bank e o Virtual Emerging Markets Investments Ltd., este último administrado pela própria corretora, atuassem como contrapartes da mencionada fundação e obtivessem lucros em detrimento do Postalis (fls. 1.482);

Quanto às operações com Telesp PN, efetuadas pelo Postalis, na BVRJ, em 07, 10 e 13.03.95

- "...a Construtora Castro Nogueira efetuou venda a descoberto, na BVRJ, das ações Telesp PN, em contraparte ao Postalis, e a posterior compra, a preços inferiores, na Bovespa" (fls. 1.483);
- não exime de responsabilidade o Sr. Roberto de Castro Visnevski a alegação de que os negócios em seu nome eram executados por decisão do Sr. Henrique Molinari quanto aos papéis que seriam negociados (fls. 1.483);
- "contrariando as declarações prestadas pelo Sr. Ricardo Pagola, comprovada ficou, também, a participação do investidor Meco Tatimba, atuando pela corretora Agente, nos negócios do investidor Roberto Visnevski efetuados em 10.03.95 com Telesp PN, pois, conforme se observa, as operações com o citado papel na BVRJ, por este efetuadas, em contraparte ao Meco Tatimba, respectivamente, às 15h32 e 16h34 do dia 10.03.95, tiveram por objetivo fazer com que as ações Telesp PN atingissem uma cotação tal na BVRJ, de forma a justificar o preço dos negócios efetuados entre o Sr. Visnevski e o Postalis e viabilizar, assim, a operação 'estruturada' que envolveu negócios com ações Telesp PN e opções sobre essas ações ..." (fls. 1.483);
- ficou caracterizada a criação de condições artificiais de oferta, demanda e preços de valores mobiliários, visto que o Sr. Roberto Castro Visnevski e a Construtora Castro Nogueira "negócio nenhum teriam feito com Telesp PN não fosse para se interpor nas compras efetuadas pelo Postalis no mercado à vista e ganhar o lucro decorrente do diferencial em relação aos preços praticados na Bovespa, além do que praticaram preços artificiais, de forma a obter lucro" (fls. 1.483);
- "apesar dos argumentos dos Srs. David Bensusan, da Norsul, e Alexandre Henrique de Freitas, da Síntese, que procuraram dar uma justificativa técnica e operacional às compras de ações Telesp PN na BVRJ, pelo Postalis, em 07, 10 e 13.03.95, as características dos negócios com o citado papel, no mercado à vista, falam por si só e bastam para demonstrar a existência de acertos prévios que visaram à obtenção de vantagens para as contrapartes do Postalis nas operações com o papel no mercado à vista, acertos esses que envolveram as instituições intermediadoras das operações..." (fls. 1.483/1.484);
- tem-se configurada a ocorrência de práticas não eqüitativas no mercado de valores mobiliários, "práticas estas consistentes na interposição da Construtora Castro Nogueira e do Sr. Roberto de Castro Visnevski nos negócios do Postalis, que acabou por pagar uma espécie de 'pedágio' aos dois primeiros, pedágio este equivalente ao lucro por eles auferidos com o 'day-trade' interações de Telesp PN" (fls. 1.484);
- tais práticas não eqüitativas "nada mais foram do que artifícios que visaram a manter em erro todo o mercado de valores mobiliários, principalmente, as áreas de acompanhamento de mercado das bolsas e desta CVM, procurando, através da realização de negócios em bolsa, conferir aparência de legalidade às indevidas vantagens financeiras

obtidas pela Construtora Castro Nogueira e pelo Sr. Roberto de Castro Visnevski nas operações efetuadas em contraparte ao Postalis, com participação ativa das corretoras RMC, Síntese, Agente e Norsul. Configurada ficou, portanto, a ocorrência de operações fraudulentas" (fls. 1.484);

Quanto à atuação da administração do Postalis

- "não só os procedimentos empregados na administração da carteira do Postalis criaram as condições necessárias para que se desenvolvesse o esquema de transferência de rendimentos para as contrapartes da fundação, (...), como também, as operações de financiamento objeto do presente inquérito não trouxeram retorno positivo à Fundação, visto que, além de não se poder falar em uma taxa de juros pactuada, a maior parte dos rendimentos resultantes das operações 'estruturadas' não ficava com o Postalis, mas com suas contrapartes..."¹¹(fls. 1.485/1.486);
- "embora não tenha sido possível apurar se houve o envolvimento direto de pessoas ligadas à administração da carteira do Postalis", certo é que as operações em comento e o flagrante prejuízo do Postalis não poderiam jamais ter passado despercebidos pelo seu diretor responsável, Sr. Heitor Alexandre Pereira Reis (fls. 1.486);
- "...a forma de atuação do Postalis permitiu a ocorrência de práticas não eqüitativas, de operações fraudulentas e de criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço..." (fls. 1.486);

Quanto ao descumprimento do dever de diligência

- os fatos relatados permitem concluir que: (i) os Srs. Ricardo de Camargo Cavalieri e Henrique Freihofer Molinari, na qualidade de diretores da RMC S.A. Sociedade Corretora, não foram cuidadosos e diligentes no exercício de suas funções, assim como os Srs. Alexandre Henrique de Freitas (diretor da Síntese), David Bensusan (diretor da Norsul), Joacy Reynaldo (diretor da Agente) e os administradores das carteiras dos investidores Anexo IV Virtual Emerging Markets Investments Ltd., Meco Tatimba Investment N.V. e Socimer International Bank Ltd. (fls. 1.486/1.487);

V- RESPONSABILIDADES

22. Com base em tudo o que foi exposto, entendeu a Comissão de Inquérito que deveriam ser responsabilizados os indiciados nos seguintes termos (fls. 1.487/1.494):

- pelas práticas não eqüitativas, pelas operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários e pela criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários, definidas, respectivamente, nas alíneas 'd', 'c', e 'a' do item II e vedadas pelo item I, ambos da Instrução CVM nº 08, de 08.10.79¹², ocorridas nas operações com Telesp PN e com opções sobre essas ações;
- pelas práticas não eqüitativas, pelas operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários e pela criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários, definidas, respectivamente, nas alíneas 'd', 'c', e 'a' do item II e vedadas pelo item I, ambos da Instrução CVM nº 08, de 08.10.79, ocorridas nas operações interpraças efetuadas com Telesp PN pela Construtora Castro Nogueira e pelo Sr Roberto de Castro Visnevski em contraparte ao Postalis, as seguintes empresas e pessoas:
 - a. Norsul Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda.;
 - b. Sr. David Bensusan, diretor responsável pelo mercado de ações da Norsul à época dos fatos;
 - c. Síntese Corretora de Valores Ltda, sucedida por Síntese S.A Corretora de Valores;
 - d. Sr. Alexandre Henrique de Freitas, à época dos fatos, diretor responsável pelo mercado de ações da Síntese e diretor responsável pela administração de carteira do investidor anexo IV Virtual Emerging Markets Investments Ltd.;
 - e. RMC S.A. Sociedade Corretora;
 - f. Sr. Ricardo Camargo Cavalieri, diretor responsável pelo mercado de ações da RMC S.A. Sociedade Corretora e o Sr. Henrique Freihofer Molinari, diretor da mesma corretora;
 - g. Agente CTVM Ltda.;
 - h. Sr. Joacyr Reynaldo, diretor responsável pelo mercado de ações da Agente à época dos fatos;
 - i. investidor Meco Global Investment N. V. (Anexo IV), sucessor de Meco Tatimba Investment N. V. (Anexo IV);
 - j. Finambrás CCTVM Ltda. e seu diretor Ricardo Alberto Sanchez Pagola, na qualidade de administradores da carteira do investidor Meco Tatimba Investment N.V. à época dos fatos;
 - k. Sr. Heitor Alexandre Pereira Reis, diretor do Postalis responsável pela área de investimentos em bolsa de valores à

época dos fatos.

- pelas práticas não eqüitativas, pelas operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários e pela criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários, definidas, respectivamente, nas alíneas "d", "c", e "a" do item II e vedadas pelo item I, ambos da Instrução CVM nº 08, de 08.10.79, ocorridas nas operações com Telesp PN e com opções sobre essas ações, as seguintes empresas e pessoas:

- a. Agropastoril Ricci Ltda.;
- b. Virtual Emerging Markets Investments Fund Ltd.;
- c. Socimer International Banking Ltd.;
- d. Banco Multiplic S.A e seu diretor Ricardo Ossaille, na qualidade de administradores da carteira do investidor Anexo IV Socimer International Bank Ltd..

- pelas práticas não eqüitativas, pelas operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários e pela criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários, definidas, respectivamente, nas alíneas "d", "c", e "a" do item II e vedadas pelo item I, ambos da Instrução CVM nº 08, de 08.10.79, ocorridas nas operações interações por eles efetuadas com Telesp PN em contraparte ao Postalis, as seguintes pessoas e empresas:

- a. Construtora Castro Nogueira Ltda.; e
 - b. Sr. Roberto de Castro Visnevski.
- por não terem sido cuidadosos e diligentes no exercício de suas funções, na qualidade de Diretor, descumprindo o disposto no art.153 da Lei nº 6.404/76 ¹³aplicável por força do disposto no art.18 do Decreto nº 3.708, de 10.01.1919¹⁴, as seguintes pessoas:
- a. Sr. David Bensussan, diretor responsável pelo mercado de ações da Norsul à época dos fatos;
 - b. Sr. Alexandre Henrique de Freitas, diretor responsável pelo mercado de ações da Síntese e diretor responsável pela administração de carteira do investidor Anexo IV Virtual Emerging Markets Investments Ltd.;
 - c. Sr. Ricardo Camargo Cavalieri, diretor responsável pelo mercado de ações da RMC S.A. Sociedade Corretora e o Sr. Henrique Freihofer Molinari, diretor da mesma corretora;
 - d. Sr. Joacyr Reynaldo, diretor responsável pelo mercado de ações da Agente à época dos fatos.

- por não terem atuado com cuidado e diligência no exercício de suas funções, descumprindo o disposto no art. 10, inciso II, da instrução CVM nº 82 de 19.09.88¹⁵, consoante o relatado no parágrafo 161 do Relatório da Comissão de Inquérito, as seguintes empresas e pessoas:

- a. Síntese Corretora de Valores Ltda, sucedida por Síntese S.A Corretora de Valores;
- b. Sr. Alexandre Henrique de Freitas, diretor responsável pelo mercado de ações da Síntese e diretor responsável pela administração de carteira do investidor Anexo IV Virtual Emerging Markets Investments Ltd.;
- c. Finambrás CCTVM Ltda. e seu diretor Ricardo Alberto Sanchez Pagola, na qualidade de administradores da carteira do investidor Mecó Tatimba Investment N.V. à época dos fatos;
- d. Banco Multiplic S.A. e seu diretor Ricardo Ossaille, na qualidade de administradores da carteira do investidor Anexo IV Socimer International Bank Ltd..

23. Por fim, a Comissão de Inquérito propôs: (i) a exclusão do Postalis *"por ter ficado comprovado que, de fato, foi o maior prejudicado pelas irregularidades praticadas na operações ora investigadas e relatadas"*; e (ii) o encaminhamento de cópia do Relatório à Secretaria de Previdência Complementar, à Receita Federal e ao Ministério Público (fls. 1.494/1.495).

24. Em 25.09.01, a Comissão de Inquérito solicitou a inclusão do Sr. Manoel Félix Cintra Neto e a exclusão do Sr. Ricardo Ossaille por ter sido provado que este não era responsável pela administração da carteira do Socimer à época dos fatos (fls. 2.283/2.284).

25. Tal proposta foi negada pelo Colegiado, *"sendo ressalvada a faculdade da SFI de oferecer Termo de Acusação para o Sr. Manoel Félix Cintra Neto, a ser examinado pelo Colegiado oportunamente"* (fls. 2.292/2.293).

VI - DAS DEFESAS

26. Devidamente intimados (fls. 1.518/1.550), os indiciados apresentaram suas defesas, alegando, em síntese, os seguintes

argumentos¹⁶:

Agente Corretora CTVM, atual Clicktrade CTVM S.A., e Joacyr Reynaldo (fls. 1.624/1.635)

- apenas agiu com obediência às ordens dadas e aos normativos que regem as sociedades corretoras, especialmente os que tratam dos cadastros de seus clientes (fls. 1.625/1.629);
- a carteira de Mecos Tatimba era administrada pela Finambrás CCTVM, instituição integrante do sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários, ressaltando-se que tal circunstância bastaria para conferir às ordens transmitidas pela referida instituição aparência de plena regularidade (fls. 1.629);
- o administrador da Finambrás, ao prestar depoimento à CVM (fls. 1.064/1.065), reconheceu ter transmitido à Agente CCTVM as instruções para a consumação dos negócios apontados como irregulares (fls. 1.630);
- *"sem conhecer, no ato da negociação, os comitentes das respectivas contrapartes, não havia motivo consistente para que a Agente vislumbresse, com suspeita ou desconfiança, em cada uma das operações, forma de interferir nas condições de mercado..."* (fls. 1.631);
- *"os valores praticados com a intermediação da instituição defendente não teriam, por si só, qualquer possibilidade de interferir nos preços obtidos"*, visto que o volume de negócios com ações das companhias integrantes do sistema 'Telebrás' era gigantesco (fls. 1.631/1.632);
- *"nenhuma anormalidade, suscetível de ensejar desconfianças, poderia advir da prática de negociar opções na BVRJ"*, não se podendo ignorar que o mercado de opções concentrava-se exatamente naquela praça, tendo como objeto as ações Telesp (fls. 1.632);
- é inequívoco que as cotações vigorantes não poderiam ser distorcidas grosseiramente, visto que para preços anormalmente elevados ou deprimidos, sempre haveria a possibilidade do leilão nacional pelo prazo de 02 horas (fls. 1.632);
- não houve intervenção da Bolsa de Valores, o que aponta para a licitude das operações (fls. 1.632);
- não há na peça acusatória nada que, objetivamente, permita asseverar que os defendentes, de maneira consciente, envolveram-se em práticas ilícitas, ou que, sabendo ilícitas as práticas, não agiram no sentido de coibi-las (fls. 1.634);
- *"não se demonstrou que, do ilícito, tenha obtido qualquer proveito, já que seus ganhos ficaram circunscritos às comissões, calculadas nos limites contratuais e segundo parâmetros observados no mercado"* (fls. 1.634)

Argumentos comuns às defesas de Agropastoril Ricci Ltda. (fls. 1.644/1.653) e Roberto de Castro Visnevsky (fls. 1.656/1.667)¹⁷

- impossibilidade de uma mesma irregularidade vir a ser objeto de enquadramento em distintos tipos legais, salientando-se que, no caso em tela, há evidente conflito aparente de normas (fls. 1.644 e fls. 1.657);
- *"...a caracterização das ilicitudes expressamente elencadas na Instrução CVM nº 08/79 implicam, necessariamente, a presença de elementos objetivos próprios, aliados à presença do indispensável intuito doloso"*, elementos esses que não vieram a se configurar no presente inquérito (fls. 1.645/1.652 e 1.659/1.667);
- não procede a imputação da pretendida criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, tendo em vista que em nenhum momento demonstrou-se terem os defendentes conhecimento acerca de sua interposição nos negócios realizados com o Postalis (fls. 1.650 e 1.665);
- quanto ao fundamento para a imputação das práticas não equitativas no mercado, ressalte-se que os defendentes não participaram de nenhuma tratativa no sentido de direcionar as operações ditas irregulares e desconheciam os demais intermediários e participantes nelas envolvidos (fls. 1.650 e 1.665);
- é inconsistente qualquer tentativa de lhe imputar a realização de operação fraudulenta, pois nem sequer tivera ciência prévia acerca da aplicação dos recursos investidos (fls. 1.650 e 1.665);
- *"nosso sistema jurídico consagra o princípio da responsabilidade individual e concreta de que cada indiciado, do que resulta a inadmissibilidade de sua penalização quando esta não restar efetivamente comprovada"* (fls. 1.652 e 1.667);

Demais alegações de Agropastoril Ricci Ltda. (fls. 1.644/1.653)

- sua participação no mercado limitava-se tão somente à aplicação do seu excedente de caixa, através da RMC, no mercado bursátil (fls. 1.647);

- não teve conhecimento acerca das operações com opções de Telesp PN datadas de 07 e 10.03.95 e revertidas em 28.03.95, pois as decisões sobre investimentos em nome da defendente foram adotadas pela RMC, face ao relacionamento entre sócios comuns (fls. 1.647);

Demais alegações de Roberto de Castro Visnevsky (fls. 1.656/1.667)

- por não ter conhecimento técnico acerca do mercado de capitais, atuava sob orientação do seu vizinho e amigo, há mais de 20 anos, Henrique Molinari (diretor da RMC), salientando inclusive que este esclareceu em seu depoimento que o defendente havia solicitado que lhe fosse comunicado quando surgissem novas oportunidades de negócios que pudessem lhe interessar (fls. 1.660 e 1.662);
- não teve nenhum conhecimento prévio acerca das operações *day-trade* interpraças, datadas de 10.03.95, realizadas em seu nome, e muito menos quanto ao local de sua execução ou a contraparte envolvida (fls. 1.661);

RMC e Henrique de Freitas Molinari (fls. 1.668/1.703)

- *"todos os negócios foram intermediados pela Síntese Corretora sem que fosse levado ao conhecimento da RMC ou de seus diretores (...) a atuação do Postalís na condição de contraparte das mesmas"* (fls. 1.669);
- a peça acusatória é improcedente, visto que: (i) se encontra revestida de subjetividade, revelando-se autêntico pré-julgamento das questões que lhe incumbiria submeter à apreciação da instância decisória, tendo como alicerces tão somente meras hipóteses, ou, ainda, premissas de todo infundadas; (ii) há absoluta identidade entre as acusações relacionadas à criação de condições artificiais de demanda e à utilização de práticas não equitativas –(fls. 1.675, 1.677 e 1.688);
- tratando-se de negócios estruturados, *"não há como se pretender, face sua vinculação implícita, venham tais negócios a representar, para efeitos de penalização, distintas ilicitudes"*, sendo *"...de todo evidente, no caso 'sub judice', a ocorrência do denominado conflito aparente de normas..."* (fls. 1.675 e 1.678);
- não foram comprovados os elementos objetivos e subjetivos, especialmente o dolo, indispensáveis à caracterização das infrações apontadas (fls. 1.675);
- não foi demonstrada a pretendida omissão por parte do Sr. Henrique Molinari ao seu dever de diligência (fls. 1.675);
- a aquisição das ações Telesp PN pela RMC, em nome dos seus clientes, veio a ser motivada, única e exclusivamente, pela perspectiva de sua valorização, tal como expressamente reconhecido por seus diretores em seus depoimentos (fls. 1.043/1.045 e 1.061/1.063) prestados à CVM (fls. 1.685);
- *"as ordens de compra emitidas pelos clientes da RMC vieram a preceder as propostas para a realização de operações de financiamento formuladas pela Síntese, vindo o 'day trade' a ser acordado simplesmente face aos preços então apresentados..."* (fls. 1.686);
- os questionados negócios tratavam-se de operações de financiamento e eram precedidos de prévio entendimento entre os intermediários envolvidos, conforme depoimentos (fls. 1.689/1.690);
- as operações em exame foram efetuadas na BVRJ, pois, além das condições de negociação mais favoráveis que essa Bolsa oferecia, a abertura de opções em seus pregões era mais eficiente que na Bovespa (fls. 1.690/1.691);
- *"...além de não caber à RMC ou a seus clientes qualquer ingerência no processo de reversão, o qual, certamente vinha competir tão somente à ponta lançadora, o Postalís, também a sua realização veio a ser justificada pela própria fundação..."* (fls. 1.694);
- considerando-se o preço médio no mercado à vista, em 28.03.95 – R\$ 109,53/mil – verifica-se que o Postalís veio a auferir um lucro de R\$ 14.360,00 (fls. 1.694);
- no que tange às reversões ocorridas em 21 e 22.03.95, ressalte-se que estas geraram um lucro para o Postalís de R\$ 15.300,00, resultando em uma taxa mensal de retorno de 7,28%, superior àquela praticada no mercado de renda fixa, no percentual de 4,041% (fls. 1.697);
- em 28.03.95 não veio a ocorrer uma reversão pura e simples, mas a rolagem das posições (fls. 1.699);
- tendo em vista a extrema imprevisibilidade do mercado acionário, as hipóteses apresentadas como fundamento das acusações não se revestem do valor probante que se faz indispensável à caracterização das ilicitudes que se entende perpetradas (fls. 1.699);
- o nosso ordenamento jurídico repudia a aplicação de penalidades com base em conceitos indeterminados, tal como aquele objeto de menção expressa pelo art. 153 da Lei das S.A., ressaltando-se que *"não há como se pretender pela*

aplicação de penalidade no contexto do moderno direito administrativo sancionador com fundamento em simples standards de conduta" (fls. 1.700 e 1.703);

Ricardo Cavalieri (fls. 1.704/1.761)

- *"enquanto a CVM examinou as operações que dizem respeito ao defendente, a posição da autarquia era, unanimemente, no sentido de que o inquérito deveria ser arquivado" (Relatório de Inspeção GFM-SP/023/96 e a Análise GMN/062/96) - fls. 1.707;*
- apenas após o exame de outras condutas e operações, estranhas ao defendente, à RMC e à administração e clientes dessa sociedade, é que a Comissão de Inquérito mudou de opinião, decidindo que havia indícios suficientes para prosseguir com o inquérito (fls. 1.707);
- Preliminares
- o presente inquérito é nulo, pois houve violação à ampla defesa, uma vez que a ANÁLISE/CVM/GMN/Nº 079/96 (fls. 302) reporta-se a documentos não presentes nos autos (fls. 1.709/1.710);
- à época dos fatos, não era Diretor de Operações, formalmente responsável pelas operações de bolsa da RMC, mas Diretor Superintendente (conforme documentos acostados às fls. 1.741/1.746) – fls. 1.712;
- o defendente teve sua defesa prejudicada, pois não lhe foi indicado qual o tipo preciso em que teria incorrido (fls. 1.714);
- o fato de o defendente ter sido acusado de condutas contraditórias significa, na prática, a inversão do ônus da prova, pelas dificuldades que impõe na elaboração da defesa (fls. 1.715);
- o inquérito deve ser arquivado, tendo em vista que: (i) inexistente prejuízo caracterizado no Relatório da Comissão de Inquérito como resultado da conduta do defendente, ressaltando-se que *"não pode a CVM pretender aplicar penalidade a quem quer que seja sem que antes esteja plenamente caracterizada a existência de prejuízo relevante para o mercado ou algum de seus integrantes"*; e (ii) a Comissão de Inquérito não analisou a participação individual do defendente nos atos apontados como irregulares (fls. 1.715/1.716 e 1.719);
- não ficou demonstrada a culpa própria, concreta e individual (fls. 1.716);
- Mérito
- não há nos autos provas no sentido de que houve conluio entre as partes (fls. 1.720);
- *"...as operações de financiamento são corriqueiras, e nada têm de ilícito ou misterioso" (fls. 1.721);*
- *"como se pode sustentar uma acusação de conluio em que os 'conluídos' apenas ganhariam se o mercado subisse?" (fls. 1.724);*
- o Postalis não tinha como ter certeza, quando da reversão, de que o mercado subiria e o lucro poderia ser maior (fls. 1.725);
- não pode a CVM sustentar uma acusação fazendo uso de conjecturas que têm por base o comportamento do mercado posterior à data em que teriam sido realizados os fatos pretensamente ilícitos, acrescentando-se que a CVM vem firmando posição no sentido de que não se deve perquirir o que aconteceu após a conduta cuja a ilicitude está se verificando (IA 11/94, 13/91, 03/94 e 16/92) - fls. 1.725;
- o defendente deve ser absolvido, visto que: (i) em todas as operações realizadas pelo defendente, assim como ele, o Postalis teve lucro, o que reitera que os ganhos se deram contra o mercado; (ii) não existe no presente processo nada que demonstre ter havido por parte dele a prática de nenhum ato irregular (fls. 1.727);
- as operações foram feitas na BVRJ pelos atrativos que eram oferecidos (fls. 1.729);
- se o Postalis comprasse o papel à vista, na Bovespa, para lançar as opções na BVRJ, essas ficariam a descoberto por alguns dias o que traria duas conseqüências para esta fundação, quais sejam: a necessidade de o Postalis correr o risco de ter de depositar margem para garantir tais opções e o risco de a Secretaria de Previdência Complementar entender que essa entidade de previdência fechada realizou operações a descoberto, o que é vedado a tais investidores institucionais (fls. 1.729/1.730);
- *"a decisão de lançar ou não opções é do financiador, que também escolhe a praça onde tal lançamento será realizado" (fls. 1.730)*
- o defendente nunca teve nenhum contato com o Postalis, a quem nem sequer conhecia, ressaltando-se que todas as

operações foram realizadas através da Norsul, não havendo indícios de irregularidades (fls. 1.730);

- a Comissão de Inquérito cometeu um equívoco ao procurar comparar operações usando o conceito do 'preço médio', visto que para se chegar a este é preciso que tenham ocorrido operações a um preço mais alto e a um preço mais baixo (fls. 1.731);
- *"quanto mais se examina o Relatório, mais se fica com a impressão de se estar lendo um documento acusatório, e não o resultado imparcial de uma investigação"* (fls. 1.732);
- *"o lançamento de opções com baixa liquidez normalmente exige algum nível de 'estruturação', e não há nada de irregular nisso"* (fls. 1.732);
- *"pretender a Comissão de Inquérito que o fato de serem as operações 'estruturadas' configura indício de que teria sido montada operação para prejudicar o Postalís, equivale a dizer que toda série de opções se inicia com o objetivo de prejudicar alguém"* (fls. 1.733);
- caso o defendente tivesse participado de um conluio, o Postalís teria recomprado a série CFF, evitando que o indiciado viesse a perder dinheiro (fls. 1.734);
- a Comissão de Inquérito omitiu que o preço máximo no dia 28.03.95 foi de R\$ 112,01, e que no dia anterior o papel havia fechado a R\$ 112,00 (fls. 1.735);
- é absurda a afirmação contida no parágrafo 48 do Relatório da Comissão de Inquérito (fls. 1.452) pois o preço de uma opção reflete o preço à vista da ação subjacente (fls. 1.735);
- a recompra das opções pelo Postalís acabou por demonstrar um bom negócio, pois impediu que essa fundação fosse obrigada a vender ao defendente por R\$ 100,00 ou R\$ 110,00 papel que, em pouco tempo, atingiria R\$ 170,00 (fls. 1.736);
- *"...se o prêmio pago na recompra das opções estivesse fora de mercado, certamente teria havido interferência na operação"* (fls. 1.736);
- *"nos depoimentos constantes dos autos fica claro que o defendente não operava para o Sr. Roberto Visnevski ou para a Construtora Castro Nogueira", não fazendo nenhum sentido acusá-lo com base em tais operações* (fls. 1.736/1.737);
- para que a operação envolvendo o Sr. Roberto Visnevski e a Construtora Castro Nogueira seja considerada ilícita, a Comissão de Inquérito teria que demonstrar que estes comitentes, ou seus representantes, tinham conhecimento de uma ordem, por parte do Postalís, para a aquisição dos papéis a determinado preço (fls. 1.737);
- em 10.03.95, o Postalís comprou a preço (R\$ 80,00) mais de 5% inferior ao de fechamento (R\$ 84,98) – fls. 1.738;
- a Comissão de Inquérito não demonstrou em que momento e em qual operação houve infração ao dever de diligência, o que impede o exercício do direito de defesa (fls. 1.738);
- o art. 153 da Lei nº 6.404/76 não pode ser usado pela CVM como base para aplicação de penalidades administrativas, conforme a própria Autarquia vem decidindo (IA 01/98) - fls. 1.739;

Banco Multiplic S.A., atual Multiplic S.A. (fls. 1.762/1.820)

- Preliminares
- *"a Multiplic se vê agora obrigada a apresentar Defesa por conta de uma instituição financeira extinta, responsabilizada que está por fato de terceiro – o Socimer, também este em estado de liquidação no estrangeiro (fls. 1.396)"* - fls. 1.763;
- ocorreu a prescrição, visto que não houve nenhuma interrupção válida, ressaltando-se que, para interromper um prazo prescricional, é imprescindível que o interessado seja cientificado de que existe a apuração do fato (fls. 1.764/1.766);
- cerceamento do direito de defesa, por frustração do direito do defendente à prova, uma vez que se desfez legitimamente de documentos importantes, após o prazo de 5 anos (fls. 1.768/1.769);
- violação ao princípio do contraditório, da ampla defesa e do devido processo legal, tendo em vista que o Banco Multiplic só veio a ser intimado para se defender após concluída a instrução probatória, sendo inútil o argumento, encontrado em alguns pronunciamentos da CVM, segundo o qual o acusado sempre poderá, *a posteriori*, valer-se do direito de produzir prova, quando for apresentar sua defesa (fls. 1.769/1.775);

- violação à Deliberação nº 175/94, tendo em vista que: (i) o Banco Multiplic foi incluído no rol dos acusados após 'concluída a fase de instrução', o que colocou o defendente em situação de evidente desigualdade em relação aos outros indiciados; e (ii) o defendente surgiu como acusado em razão da circunstância de ter sido administrador de uma das carteiras do investidor Anexo IV Socimer (fls. 1.775/1.776);
- Mérito
- como pode se observar no Contrato celebrado entre o Banco Multiplic e o Socimer, acostado às fls. 1.794/1.798, todos os negócios de bolsa partiam de ordens do próprio Socimer, cabendo a este último, inclusive, a escolha das corretoras (fls. 1.778);
- o Socimer atuava através de seu próprio pessoal ou de pessoas por ele credenciadas, completamente estranhas ao Banco Multiplic, conforme indicado pelas procurações outorgadas a Moacyr Freire e Fábio Nisaka e pela documentação que aponta ter sido a operação de 09.05.95 realizada pela Corretora Ômega, cabendo ao defendente apenas providenciar a liquidação financeira e a transferência de títulos (fls. 1.779/1.780);
- não ficou caracterizado na acusação o ato próprio doloso, exigido pela Instrução CVM nº 08/79, e não houve a individualização da pretensa conduta irregular do Banco Multiplic (fls. 1.781/1.783);
- a norma contida no art. 10, II, da Instrução CVM nº 82/88 não guarda tipicidade capaz de gerar transgressão passível de sanção por representar uma diretriz genérica, abstrata, imprecisa (fls. 1.783/1.784);
- o Banco Multiplic não conhecia as contrapartes das operações (fls. 1.785);
- eram operações com total aparência de regularidade, normalmente cursadas em Bolsa, sem qualquer sintoma anormal e suspeito (fls. 1.785);
- *"...o princípio legal da incomunicabilidade da culpa barra quaisquer das acusações formuladas contra o Banco Multiplic na qualidade que tem de pessoa jurídica, sobretudo porque a própria regulamentação do sistema Anexo IV atribui direta responsabilidade ao diretor da instituição administradora por quaisquer eventuais irregularidades"* (fls. 1.787 e 1.792);
- em uma das operações com ações Telesp série CFF, o Socimer teve como contraparte o Virtual Emerging Markets, e não o Postalís (fls. 1.788);
- é total a diversidade entre a generalidade das outras operações reputadas como fraudulentas realizadas pelos demais indiciados e as duas únicas pinçadas no âmbito do investidor Socimer, sendo que a Omega foi a corretora intermediária nessas duas operações, o que afasta o elo fundamental para a caracterização do conluio, que, segundo a peça acusatória, exigia sempre a coincidência de intermediários (fls. 1.788/1.789);

Heitor Alexandre Pereira Reis (fls. 1.821/1.875)

- atuou somente através da Síntese Corretora, inexistindo qualquer relacionamento entre o defendente e os demais indiciados (fls. 1.824 e 1.849);
- a atividade dos gestores das aplicações patrimoniais do Postalís limitou-se à emissão de ordens para negociação (fls. 1.824);
- *"tais operações estão integralmente respaldadas pelo ordenamento jurídico oficial, incorporado na Resolução nº 2.109 de 20.09.94 do Conselho Monetário Nacional..."*, ressaltando-se que *"...as ordens de negociação eram dadas pelo Postalís em estrita observância aos requisitos requeridos pelo regulamento interno do Instituto..."* (fls. 1.824/1.825 e 1.859);
- *"nas ordens transmitidas à Corretora não foi especificada a praça de execução da operação, porque, conforme informou o defendente, em suas declarações, à Comissão de Inquérito"*, as operações eram de financiamento, em que a taxa a ser praticada foi estabelecida diante da expectativa de alta na bolsa e do custo de oportunidade definido pela curva dos juros (CDI), sendo que, caso a alta não se concretizasse, os papéis adquiridos seriam levados a compor o portfólio do Postalís, para posterior lançamento ou venda (fls. 1.824/1.826 e 1.852);
- as ações Telesp foram escolhidas para as operações por apresentarem fundamentos de liquidez passíveis de constar da carteira à vista do Postalís, caso as opções não fossem exercidas (fls. 1.826);
- o Relatório da Comissão de Inquérito recorreu à análise de fatos somente conhecidos *a posteriori* (fls. 1.828/1.829);
- *"...o Postalís definiu os parâmetros para a reversão da operação, pagando os preços pela opção considerados justos"* (fls. 1.830);

- "o *Postalis* estabeleceu a expectativa de recebimento de uma taxa de juros que, efetivamente, foi realizada" (fls. 1.830);
- para que a operação descrita no item 26 do Relatório da Comissão de Inquérito fosse realizada apenas para proporcionar ganhos às contrapartes do *Postalis*, o mercado teria que ser manipulado pelos supostos envolvidos durante todo o período da existência da opção, o que não seria possível em face da liquidez das ações Telesp PN (fls. 1.830);
- a operação não era de renda fixa, mas de renda variável com objetivo de que a taxa hipotética, que representava um resultado superior às aplicações convencionais de renda fixa, fosse realizada (fls. 1.830/1.831);
- quanto aos negócios efetuados com Telesp PN e opções série CLE, "*considerando-se a proximidade do vencimento do exercício, e a impossibilidade de ser exercido, o Postalis, ..., negociou a rolagem da operação iniciada em 21.10.94, para vencimento em 20.02.95*" (fls. 1.833);
- no que tange aos negócios efetuados com opções série CBA, em razão da impossibilidade de ser exercida a opção, o *Postalis* negociou com a intermediária o encerramento da operação iniciada em 07.12.94, em 15.02.95, com o simultâneo lançamento de uma nova série que venceria em 19.06.95 (fls. 1.833);
- em relação aos negócios efetuados com opções série CFB em 15.02.95, não obstante a taxa de reversão ter ficado abaixo do pactuado para vencimento, a rolagem da operação, efetuada simultaneamente com a reversão, proporcionou um crescimento significativo da taxa esperada (fls. 1.835);
- os lucros eventualmente auferidos pelas contrapartes do *Postalis* não podem ser debitados à atuação de seus dirigentes, mas à valorização das ações Telesp PN (fls. 1.837);
- a Síntese, em momento algum, explicitou aos dirigentes o *modus operandi* da execução da ordem, restringindo-se a comunicar ao Instituto a conclusão das operações, o que corrobora a afirmativa de que o *Postalis* não interagiu com os outros participantes da operação (fls. 1.837);
- o item 45 do Relatório da Comissão de Inquérito insere a equivocada idéia de que as condições de mercado das ações Telesp PN eram semelhantes nos dias 07 e 28.03.04, porém no mês de março tais papéis tiveram uma alta considerável, sendo evidente que o preço das opções acompanhou essa tendência em uma proporção ainda maior (fls. 1.838);
- ao reverter a operação em 28.03.95, o *Postalis* procurou realizar uma mudança de expectativa, considerando o mercado à época e os cenários projetados para os meses posteriores (fls. 1.838);
- no que tange ao item 48 do Relatório da Comissão de Inquérito, ressalte-se que: (i) o *Postalis* sempre manteve os registros contábeis das operações dentro das normas emanadas da Secretaria de Previdência Complementar, sendo que esta em nenhum momento colocou qualquer dúvida sobre sua correção; e (ii) à época da operação em tela, encontrava-se o *Postalis* sob o regime de Diretoria Fiscal, cujo titular foi designado pela Secretaria de Previdência Complementar do Ministério da Previdência e Assistência Social (fls. 1.838);
- quanto aos negócios efetuados com ações Telesp PN e com opções série CJI em 04.07, 05.09, 20.09 e 16.10.95, o *Postalis* negociou com a Síntese a reversão da operação, motivado pelo risco da cotação do papel continuar com seu processo de valorização vertiginosa, reduzindo, assim, a expectativa de valorização da carteira de ações (fls. 1.843);
- as negociações ocorridas entre 21.10.94 e 16.10.95 eram operações individualmente isoladas, que se iniciavam e se encerravam a cada evento, não constituindo operações continuadas (fls. 1.844);
- quanto ao item 75 do Relatório da Comissão de Inquérito, saliente-se que o fato de o mercado de opções estar com baixa liquidez não significa necessariamente que os preços das opções deveriam ficar estacionados, estes estão correlacionados com os valores dos ativos a que se referem (fls. 1.844);
- a Comissão de Inquérito nos itens 81, 82 e 83 do seu relatório tentou estabelecer uma correlação direta entre a operação com opções de Telesp PN CDI e a operação com opções de Telesp PN série CHG, porém tais operações possuíam exercícios distintos, parâmetros diferenciados, além de condições de mercado totalmente diversas (fls. 1.847);
- é necessário que se retifique o item 85 do Relatório da Comissão de Inquérito, pois a série CHG se iniciou em 17.04.95 (fls. 1.847);
- nenhuma irregularidade pode ser vislumbrada na configuração da carteira de ações do *Postalis*, pois ainda no mês de dezembro de 1995, esse Instituto possuía uma posição de 30.000.000 ações Telesp PN lançadas no mercado de opções, para vencimento em abril de 1996, posição semelhante àquela verificada em janeiro de 1995 (fls. 1.851/1.852);

- a recompra de opções associada à venda do papel no mercado à vista, ou à compra de outras séries de opções Telesp não representa nenhuma irregularidade (fls. 1.852);
- não havia nenhuma razão para que o Postalís realizasse suas operações na BVRJ, visto que os atrativos que essa Bolsa oferecia se dirigiam às corretoras-membros (fls. 1.853);
- *"quando o mercado se comportava dentro da expectativa do Postalís e a taxa de retorno almejada era atingida, a operação era realizada independentemente dos rendimentos que eram auferidos pelas contrapartes"* (fls. 1.854);
- os exercícios hipotéticos que a Comissão de Inquérito faz ao longo do seu relatório não consubstanciam uma base fática capaz de dar suporte à verdade material (fls. 1.854);
- o objetivo da reversão das operações era garantir *"...a taxa de retorno que inicialmente estipulara receber, evitando os riscos de alterações súbitas do mercado"* (fls. 1.854);
- o defendente jamais poderia supor que os intermediários pudessem utilizar as ordens que lhes eram passadas pelo Postalís para promover negociações que pudessem ser prejudiciais ao Instituto (fls. 1.856);
- o defendente e o Postalís foram *"vítimas dos estratagemas idealizados e executados por outras pessoas, que sem seu conhecimento e autorização executaram as referidas operações"* (fls. 1.856);
- não houve comprovação do elemento doloso, essencial à caracterização das infrações apontadas, porquanto a própria Comissão de Inquérito afirmou em seu relatório que não lhe foi possível apurar o envolvimento direto das pessoas ligadas à administração da carteira do Postalís (fls. 1.857/1.861);
- a atividade penalizadora perdeu a sua essência diante da inexistência de prejuízo ao mercado causado pelo defendente (fls. 1.858);
- na condição de Diretor Financeiro do Postalís, o indiciado não possuía isoladamente o poder de ordenar operações, não lhe cabia tampouco a incumbência de transmitir as ordens de negociação (fls. 1.862);
- a ausência de tipicidade dos ilícitos imputados ao defendente não dá suporte à sua indicição (fls. 1.868);
- a culpa tem que ser demonstrada concreta e individualmente, o que não foi feito pela Comissão de Inquérito (fls. 1.869/1.871);
- as comunicações enviada pela CVM à Receita Federal, ao Ministério Público Federal e à SPC são prematuras, tendo em vista que o art. 12 da Lei nº 6.385/76 estabelece que uma eventual comunicação ao MP somente poderá ser efetuada após a confirmação de decisão que conclua pela condenação do acusado (fls. 1.872);

David Bensusan (fls. 1.876/1.881)

- somente ficou sendo responsável pela Norsul após Julho de 1995 (fls. 1.877);
- os negócios foram realizados entre terceiros, não cabendo ao defendente decidir sobre nenhum aspecto das operações investigadas (fls. 1.877);
- não tinha conhecimento das partes finais envolvidas (fls. 1.877);
- reporta-se às razões da defesa apresentada pela Norsul como sendo as suas (fls. 1.877);
- a cautela do administrador deve ser temperada pelo limite da não produção de prejuízos injustificáveis à instituição e aos clientes, ressaltando-se que *"o fato de as corretoras exercerem uma atividade regulada não autoriza procedimento de duvidosa eficácia e a invadir, imprudentemente, áreas de direito à privacidade das pessoas"* (fls. 1.879/1.880);

Norsul Corretora. atual Norsul Participações (fls. 1.904/2.193)

Preliminares

- a autorização para funcionamento da Norsul CCVM foi cancelada pelo Banco Central do Brasil em 09.02.2000 (fls. 1.904);
- a sanção dirigida à Norsul atual não terá nenhuma eficácia específica quanto a alterar o comportamento da apenada, tampouco e tão pouco a desencorajará de práticas futuras que sejam consideradas censuráveis, pois a defendente não exerce mais a corretagem (fls. 1.905);

Mérito

- a Norsul realizou todas as operações na BVRJ por ordem de sociedades corretoras correspondentes na Bovespa - RMC, Síntese, Agente –(fls. 1.907);
- a defendente não conhecia as partes e contrapartes envolvidas, pois só recebia os números-código das corretoras, a cuja corresponsabilidade 'número de código - nome de cliente' não tinha acesso no momento da recepção das ordens, registro e execução das operações (fls. 1.907);
- o Relatório de Inspeção da CVM (fls. 329) reconheceu que: os comitentes finais eram das corretoras correspondentes; o Postalís não operou pela Norsul; os negócios executados pela Norsul não sofriam nenhuma distinção entre clientes; e os diretores das corretoras correspondentes não eram clientes da Norsul (fls. 1.908/1.909);
- a simultaneidade ou proximidade da recepção de ordens pela Norsul não pode ser considerada como 'forte indicio' de operações censuráveis, pois para a defendente poderia apenas significar que as operações já estavam decididas pelas corretoras correspondentes (fls. 1.910);
- *"não era razoável dirigir questionamentos que não os regularmente necessários para o aperfeiçoamento da operação"* (fls. 1.911);
- os depoimentos prestados ao longo do inquérito confirmaram que a Norsul não participava da estruturação das operações, não possuindo nenhuma ingerência nas decisões tomadas pelas contrapartes (fls. 1.911/1.912);
- *"os autos não mostram qualquer operação executada pela Norsul CCVM, em que o nome do Postalís tivesse sido feito transparecer, sequer 'a posteriori', seja em qualquer uma das notas de corretagem das operações averiguadas, emitidas pela BVRJ, seja nas listagens internas da Divisão de Acompanhamento de Mercado da BVRJ (fls. 1.218/1.222, 1.224, 1.231, 1.236)"* – fls. 1.912;
- havia um afluxo razoável de operações de financiamento para a BVRJ, pois essa Bolsa era mais expedita na abertura de novas séries de opções e oferecia atrativos em termos de devolução das corretagens (fls. 1.912);
- a Norsul obedeceu não só ao conteúdo das ordens providas das corretoras correspondentes, como também a todos os mandamentos regulamentares estabelecidos para acatamento, pelas Autoridades e pelas Bolsas, para operações que demandassem procedimentos específicos, ressaltando que as distorções quanto aos preços praticados, em operações diretas interpraças, eram acatadas por apregoamento levado a efeito e fiscalizado pelo Diretor de Pregão (fls. 1.913);
- a interpretação da Comissão de Inquérito, no que tange às declarações prestadas pelo Sr. David Bensusan, está distorcida, pois *"não há a menor procedência no sentido de lhes atribuir declaração de atratividade centrada em facilidades ou ausência de interferência em operações específicas, quanto aos preços praticados no mercado do Rio, em relação a papéis ou opções"* (fls. 1.915/1.916);
- a Comissão de Inquérito alterou o depoimento acostado às fls. 1.931, pois o Sr. David Bensusan afirmou que não sabia se era da Síntese ou da RMC a iniciativa das operações em comento, não tendo mencionado a Norsul (fls. 1.916);
- não é procedente exigir-se da defendente o *"conhecimento dos clientes finais, dos quantitativos negociados nos mercados para cada um ou para um só, bem assim de detalhes decisórios só de conhecimento, titularidade e domínio volitivo de tais partes ou entre elas eventualmente acordados"* (fls. 1.918);
- a Norsul não intermediou as operações dos clientes finais, mas das corretoras correspondentes (fls. 1.918);
- *"...a Norsul CCVM não podia supor que só existia ela operando no mercado para suas correspondentes"* (fls. 1.918);
- *"havendo um intervalo de tempo entre negócios, várias são as hipóteses de eventos negociais, concomitante ao(s) primeiro(s) ou aos presentes, ou intermediários, desconhecidos da defendente, não se podendo afirmar, num segundo momento, se havia conexão lógica direta entre o(s) primeiros e o(s) posteriores negócio(s)"* – fls. 1.919;
- *"...não foi feita nas operações em questão, abertura quanto aos nomes de **clientes finais** das correspondentes, **nas duas pontas**, mesmo em operações diretas, em que eram transmitidas à NORSUL CCVM ordens de duas pontas, a compradora e a vendedora..."* (fls. 1.919);
- a liquidação financeira era feita em nome das correspondentes e a liquidação física, por compensação entre a CLC e a CALISPA, sendo que, excepcionalmente (2 casos), foi feita através de depósito na conta da correspondente, a pedido desta ou por motivos operacionais (fls. 1.920);
- a Exprinter International Bank N.V nunca foi cliente da defendente (fls. 1.921);
- *"relativamente ao preço dos papéis (lastro), a decisão de realizar operação, com ordem a preço limitado ou a*

mercado, ou na modalidade interpraças, já vinha tomada pelas sociedades corretoras correspondentes" (fls. 1.922);

- a Norsul não tinha a mínima condição de saber antecedentes de negociação dos mesmos papéis, na praça de São Paulo, pelas correspondentes, por administradores ou por clientes destas (fls. 1.922);
- *"os preços não apresentaram distorção, dentro do campo de visibilidade da corretora exequente e do da autoridade do pregão..."* (fls. 1.923);
- *"o momento de transmissão da ordem de compra ou de venda de papéis ou de opções é matéria de decisão soberana das sociedades corretoras correspondentes..."* (fls. 1.923);
- a proximidade e simultaneidade de materialização de ordens significava que as corretoras correspondentes estavam a realizar operações de financiamento; que havia clientes nas duas pontas; que uma correspondente houvera acordado a realização de operação com outra sociedade corretora, possuidora de um cliente na outra ponta, considerando ambas oportunas naquele momento, para transmitir as ordens finalizadoras da operação (fls. 1.923/1.924);
- a defendente não integrou o pólo ativo do comportamento censurado e não tinha consciência do ilícito, ressaltando-se que sua participação em eventual conluio não foi provada nos autos (fls. 1.929);
- quanto à acusação de práticas não eqüitativas, os negócios aptos a produzir desequilíbrio não incluem a Norsul, visto que a defendente não foi titular dos papéis ou das posições; não contactou nenhum dos clientes finais para propor ou realizar operações; não recebeu resultado financeiro; não sediou a titularidade de eventuais práticas não-eqüitativas; e não teve consciência de que elas estariam sendo praticadas (fls. 1.930);
- quanto à acusação de operações fraudulentas, a defendente questionou qual teria sido o artifício ou ardid utilizado e em que erro manteve ou induziu terceiros, já que não ficou provado que a Norsul participou de eventual engendramento de disfarce (fls. 1.932);
- *"a recepção de ordens com as mesmas características de tamanho e preço, no mesmo momento ou em momentos consecutivos, transmitidas pelas corretoras correspondentes, a preço limitado coincidente, não tem força impeditiva apta a determinar a recusa da execução"*, visto que (i) é usual no mercado de derivativos negociar com lotes padronizados; (ii) nas operações de financiamento, havendo financiadores e financiados nas duas pontas, os lotes de papéis podem ser ou não coincidentes com o número referencial de papéis objeto de uma opção; (iii) eram desconhecidos os clientes finais; e (iv) erros de transmissão de ordens ou determinações de reversões, no mesmo dia, existem e devem ser sanados (fls. 1.933);
- a Comissão de Inquérito omitiu que no dia 10.03.95 foram realizadas operações de compra e venda de opções sobre o mesmo número referencial de papéis (1.250 mil Telesp PN), com execução de horários próximos, o que corrobora a afirmação de que era impossível aduzir, no momento de recepção das ordens, quanto a antecedentes negociais das partes envolvidas (fls. 1.934);
- *"pelos diferenças de horários, poderia perfeitamente ter ocorrido um arrependimento parcial ou um engano, com ordem das correspondentes para reverter as operações como um todo"* (fls. 1.934);
- *"...não dispõe a corretora de aparato investigatório para invadir, com perquirições, o direito ao sigilo"*, salientando-se que sem que haja razão palpável a apontar necessidade de cautelas excepcionais, o que rege normalmente seu relacionamento, no mundo dos negócios, são os princípios básicos, que norteiam a atividade mercantil em geral: simplicidade, celeridade e boa-fé (fls. 1.939);
- é difícil definir se o fato tido como ilícito no presente processo é de mera conduta, forma ou material (fls. 1.940);
- *"não houve precisão quanto a ser ação ou ser omissão dolosa, na acusação formal do Relatório, embora a descrição dos fatos aponte na direção de em fazer conjunto, participação ou co-participação"* (fls. 1.940);
- o suporte fático da peça acusatória não se estriba em realidades concretas e provadas, mas em suposições, desaguando, assim, em acusação com fundamento prático em responsabilidade por ato de terceiro ou responsabilidade objetiva (fls. 1.940 e 1.946);

Finambrás CCTVM, Ricardo Alberto Sanchez Pagola e Meco Tatimba Investment NV (atual Meco Global Investment NV) – fls. 2.194/2.220

- a Finambrás e o Sr. Ricardo Alberto Sanchez Pagola não nenhuma participação na execução das ordens de compra e venda de ações ou opções, não podendo ser responsabilizados de forma objetiva (fls. 2.196);
- a acusação referente às operações interpraças efetuadas com Telesp PN pelo Sr. Roberto C. Visnevski consiste em responsabilização por fato de terceiro, inadmissível em processos punitivos (fls. 2.196);

- requer-se a absolvição dos defendentes por manifesta ausência de provas quanto à sua responsabilidade concreta e individual pelas infrações apontadas (fls. 2.196/2.197);
- o lucro de R\$ 15.310,00 foi auferido mediante exposição ao risco de variação de preço de 11 e 12 dias, pois não se tratavam de operações *day-trade* (fls. 2.198);
- os defendentes *"simplesmente deram umas poucas ordens de compra/venda, de quantidades insignificantes para a magnitude do mercado de teles à época, executadas por uma terceira corretora, a preços de mercado no momento de sua execução, que resultaram em ganhos ínfimos ou nulo, quando comparados com o montante girado diariamente pela carteira do Meco Tatimba"* (fls. 2.198);
- o prejuízo apontado pela Comissão de Inquérito na operação em que o Postalís teve o Meco Tatimba como contraparte representa menos de 1% do total do prejuízo supostamente suportado por esse Instituto, devendo ser aplicado o princípio da insignificância, o que ensejaria o arquivamento do feito (fls. 2.198);
- *"demonstra ainda a irrelevância desse valor o fato de que o Meco Tatimba mantinha no dia 21.03.95 uma carteira no valor R\$ 4,7 milhões, tendo realizado operações, nessa mesma data, no montante de R\$ 3 milhões"* (fls. 2.199);
- *"inadmissível envolverem-se intencionalmente os defendentes em operações consideradas fraudulentas pela CVM para auferirem vantagem tão ínfima"* (fls. 2.199);
- nos itens 42 e 56 do relatório da Comissão de Inquérito, observa-se que os defendentes nada tinham a ver com eventuais operações estruturadas (fls. 2.199);
- os defendentes não conheciam as contrapartes (fls. 2.199);
- *"os negócios foram realizados em bolsa de valores, sujeitas a constante fiscalização e, até mesmo, a exigência de leilão especial no caso de constatar-se distorções nos preços praticados, o que transmitia segurança de que os negócios realizados obedeciam às normas legais"* (fls. 2.199/2.200);
- em momento algum, foi demonstrado por parte da Finambrás CCTVM e do Sr. Ricardo Alberto Sanchez Pagola o descumprimento do dever de diligência do administrador, exigido pela Instrução CVM nº 82/88, pois, se práticas ilícitas efetivamente ocorreram, estas escaparam a qualquer possibilidade de percepção por parte desses defendentes (fls. 2.200);

Síntese Asset Management, sucessora de Síntese S.A. Corretora de Valores, administradora da carteira de Virtual Emerging Markets, e Alexandre Henrique de Freitas (fls. 2.221/2.270)

- apenas em 6 operações a Síntese atuou como corretora das contrapartes do Postalís nos negócios (fls. 2.222 e 2.229);
- todos os comitentes das operações estavam regularmente cadastrados e agiram por conta e risco próprios (fls. 2.224);
- o Postalís não saiu prejudicado em nenhum dos negócios que concluiu, tendo sempre obtido efetivos ganhos financeiros, como expressamente reconhecido pela Comissão de Inquérito (fls. 2.224);
- as operações intermediadas pela Síntese foram concluídas por sua correspondente na BVRJ, a Norsul, em operações diretas submetidas às regras especiais da bolsa para apregoação direta (fls. 2.224);
- o mercado à vista na BVRJ das ações Telesp PN era ilíquido, mas o mercado relevante de opções dessas ações era, em 1994, 1995 e 1996, o da BVRJ, que concentrava cerca de 90% do mercado de opções de ações de segunda linha, sendo que a Bovespa não operava com opções da Telesp, só da Telebrás (fls. 2.224);
- as alegações utilizadas pela Comissão de Inquérito para fundamentar as acusações não passam de *"ilações desarrazoadas que não se sustentam diante da análise dos fatos em que se fundam ou que decorrem de mera 'cisma' oriunda de preconceito contra os ganhos de bolsa auferidos por investidores/especuladores, em especial, quando a contraparte de suas operações é um fundo de pensão"* (fls. 2.224);
- conforme o art. 2º, II, do Regulamento Anexo IV da Resolução nº 1.832/92¹⁸, a instituição administradora deve assumir irrestritamente apenas e tão-somente a obrigação de ressarcir os danos causados pelos atos praticados em nome do investidor (responsabilidade patrimonial), ressaltando-se que incide nestas hipóteses os princípios da pessoalidade e intransferibilidade da pena (art. 5º, inciso XLV da Constituição da República) - fls. 2.225/2.226;
- se todo e qualquer tipo de responsabilidade tivesse que ser obrigatoriamente assumida pela instituição administradora, a disposição contida no art. 28 da Resolução nº 1.832/91¹⁹ seria absolutamente inócua, ressaltando-

se que o inciso II do art. 2º²⁰ deve ser interpretado em conjunto com os demais dispositivos (fls. 2.226);

- o contrato firmado entre a Síntese e o Virtual, conforme documento anexo às fls. 2.252/2.260, não outorgou à Corretora poderes de administração discricionária da carteira, estando obrigada a obedecer às instruções específicas emitidas pelo seu cliente, ou por quem ele indicasse, observando as normas legais e regulamentares aplicáveis aos negócios realizados (fls. 2.227);
- *"...durante todo o prazo de atuação do Virtual no mercado brasileiro, coube ao administrador desse investidor, Sr. Graham B. R. Collis, tomar as decisões no tocante às suas operações e à composição de sua carteira"* (fls. 2.227);
- *"...a cláusula VIII do Contrato restringiu a responsabilidade da Síntese ao descumprimento das obrigações previstas nas alíneas da cláusula II e ao não atendimento das instruções específicas do Virtual"* (fls. 2.227/2.228);
- o Virtual não concedeu à Síntese poderes para receber intimações da CVM, poderes esses que foram outorgados a José Carlos da Matta Rivitti (docs. 3 e 4 – fls. 2.263/2.264), sendo absolutamente incapaz de produzir qualquer efeito jurídico a intimação do Virtual feita na pessoa da Síntese (fls. 2.228);
- o potencial conflito de interesses entre a Síntese e Alexandre Henrique de Freitas, de um lado, e Virtual, de outro lado, torna a Síntese impossibilitada de apresentar defesa em nome daquele investidor, devendo a presente ser recebida apenas como defesa da Síntese e de Alexandre Henrique de Freitas (fls. 2.228);
- *"todas as operações foram concluídas na BVRJ fundamentalmente porque apenas ela, à época dos fatos, tinha mercado de opções de ações de segunda linha..."*, fato esse que a Comissão de Inquérito não poderia ignorar (fls. 2.230);
- em todas as operações, o interesse do Postalis, expressamente manifestado aos operadores da Síntese, era o de realizar operações de financiamento (fls. 2.230);
- a Síntese e o seu diretor não conheciam as estratégias do Postalis nem a composição da carteira de ações ou outros valores mobiliários desse instituto (2.232/2.233);
- ao oferecer negócios ao Postalis ou ao acatar as ordens emanadas desta fundação, não estavam os acusados cometendo ilícito algum, mas simplesmente exercendo suas atribuições de intermediários de negócios de bolsa (fls. 2.233/2.234);
- as corretoras *"estão legitimadas a procurar no mercado, junto a outras instituições ou a seus próprios clientes, se existe alguém interessado em comprar ou vender ações ou outros títulos que um seu cliente quer alienar ou adquirir"*, e não há nada de errado nisso, nem existe norma vedando a corretora de assim proceder (fls. 2.233);
- os negócios realizados pelo Virtual eram condizentes com as demais operações por ele concluídas no mercado nos anos de 1994 e 1995 as quais revelavam uma clara política de investimentos em mercado de opções, abrangendo especialmente ações de empresas de telecomunicações (fls. 2.236);
- a definição de prática não eqüitativa *"...visou especificamente abranger o uso indevido de informação de mercado em que o desequilíbrio ou desigualdade decorre do uso de informação privilegiada"*, não estando a acusação, no presente inquérito fundada em uso, omissão ou manipulação indevida de nenhuma informação de mercado, mas, simplesmente, na suposição de que as operações foram artificialmente estruturadas (fls. 2.237);
- a Comissão de Inquérito não explicou o que entende por 'operações artificialmente estruturadas', nem descreveu quais os atos praticados pelos acusados que constituiriam o fato típico punível, ressaltando-se que a inexistência de descrição precisa do fato típico torna a acusação improcedente e, conseqüentemente, acarreta a nulidade do inquérito por prejudicar a defesa dos acusados (fls. 2.237/2.239);
- conforme relação apresentada pela BVRJ de todos os negócios concluídos nesse mercado no período de 01.01.94 a 30.12.96, o mercado da BVRJ de opções de ações Telesp PN não tinha a iliquidez que a Comissão de Inquérito afirma (fls. 2.240);
- todos os negócios intermediados pela Síntese no mercado à vista para o Postalis estavam atrelados a negócios no mercado de opções, negócios esses que só poderiam ser concluídos na BVRJ, dada a sua liquidez (fls. 2.241);
- todas as operações intermediadas pela Síntese foram executadas na BVRJ pela Norsul em operações diretas que são, obrigatoriamente, submetidas às regras de apregoação previstas nos regulamentos da BVRJ (arts. 20, 21 e 22 da Resolução 129/79 e art. 5º, §§ 1º e 2º, da Resolução 180/84) – fls. 2.241;
- *"...para estimular ou reprimir artificialmente a demanda ou oferta de um valor mobiliário é preciso uma série contínua de operações capaz de criar um novo mercado..."*, o que não ficou comprovado, assim como não restou

caracterizado o dolo específico, elemento necessário para a configuração deste tipo (fls. 2.242);

- o terceiro que se pode induzir ou manter em erro com operações fraudulentas é apenas e tão-somente um outro investidor ou um outro intermediário presente no mercado e cujo interesse naquele momento possa ser maliciosamente fraudado (fls. 2.245);
- a Comissão de Inquérito ampliou indevidamente a competência da CVM ao querer punir suposta fraude que teria sido cometida contra os interesses fiscalizadores da própria CVM, dos órgãos responsáveis pela fiscalização dos fundos de pensão e das bolsas de valores (fls. 2.245);
- *"não há qualquer disfarce nas operações intermediadas pela Síntese para o Postalís: todas elas foram concluídas nos termos das normas, usos e costumes vigentes no mercado..."* (fls. 2.248);
- como a Comissão de Inquérito não descreveu a conduta maliciosa que caracterizaria o ardid ou artifício supostamente utilizado pelos acusados para induzir ou manter em erro o Postalís, *"...simplesmente não há como concluir pela ilicitude dos ganhos desejados e efetivamente auferidos pelas contrapartes do Postalís nos indigitados negócios..."* (fls. 2.249/2.250);
- a Síntese e seu diretor agiram com todo cuidado e diligência requeridos no exercício de suas funções, ressaltando-se que o Virtual nunca reclamou da administração da Síntese (fls. 2.250);
- como pode a CVM pretender punir os defendentes por algo que só o interessado tem, a rigor, o direito de reclamar? (fls. 2.250);

Ricardo Ossaile (fls. 2.339/2.340)

- à época da realização das operações, não era diretor ou funcionário da Socimer, estando tal situação expressamente reconhecida pela Comissão de Inquérito (fls. 2.339);
- nada tem a dizer sobre os fatos discutidos nos autos, pois não os conhece (fls. 2.339);
- teve o direito de defesa cerceado, visto que não foram apontadas as razões pelas quais o requerimento apresentado pelo defendente, solicitando sua exclusão do presente processo, foi indeferido (fls. 2.339);

Socimer International Bank Limited - em liquidação (fls. 2.341/2.392)

- *"em decorrência da insolvência do conglomerado financeiro Socimer, da qual fazia parte Socimer International Bank Limited, em 30 de março de 1.998, os acionistas controladores decidiram pela liquidação extrajudicial e voluntária da sociedade"* (fls. 2.342);
- *"os ex-administradores da defendente e seus antigos controladores já vêm sendo processados em outros países por apropriação indevida de recursos de terceiros e prática de fraudes no desempenho da função..."* (fls. 2.342);
- em 14.03.01, iniciou-se na Espanha um 'Procedimento Abreviado' visando a concluir pela responsabilidade patrimonial dos ex-administradores da defendente e de outras empresas ligadas a ela, quais sejam, Transáfrica, Socimer España S.A., Socimer Finance Holding S.A., André (fls. 2.342);
- devido aos fatos mencionados acima, o liquidante tem encontrado dificuldades em localizar documentos referentes à vida pregressa da Socimer e às operações realizadas antes da liquidação (fls. 2.342);
- não possui mais personalidade jurídica, tendo como objeto apenas a satisfação dos credores lesados devido a sua má administração (fls. 2.343);
- restou evidente ter ocorrido a prescrição da ação punitiva na CVM, impondo-se a extinção deste processo administrativo contra a defendente, tendo em vista que as supostas infrações ocorreram há mais de 3 anos contados de 01.07.98, estando, pois, prescritas em 01.07.00, conforme art. 4º da Lei nº 9.873/99 ²¹(fls. 2.353);
- *"...no caso da defendente não ocorreu nenhuma das hipóteses de suspensão da prescrição, pois apenas em 12.03.02 foi ela cientificada da existência do inquérito administrativo"* (fls. 2.354);
- a defendente nunca foi notificada da instauração do inquérito como exige o art. 2º da Resolução nº 454/77²² (fls. 2.354);
- em qualquer sentido que se queira aplicar a regra da prescrição (art. 4º da Lei nº 9.873/99 ou regra geral da prescrição quinquenal), estão prescritas as supostas infrações imputadas à defendente - fls. 2.354;
- houve violação ao inciso III da Deliberação CVM nº 175/94, o qual estabelece que somente poderão ser incluídas

outras pessoas no inquérito durante a fase instrutória (fls. 2.355);

- *"a não participação da defendente no inquérito que culminou pelo seu indiciamento é manifestamente ilegal, inquinando de nulidade o processo administrativo em relação a ela"*, por violar principalmente os princípios constitucionais do contraditório e da ampla defesa, ressaltando-se que a intimação da Socimer não tem o condão de sanar os vícios apontados na anterior fase de inquérito (fls. 2.355/2.357);
- houve desrespeito ao princípio da igualdade, tendo em vista que a defendente recebeu tratamento diverso e enormemente mais gravoso que o dispensado a todos os outros indiciados (fls. 2.356);
- não há razão para se impor punição à defendente visto que: (i) qualquer penalidade no sentido de impedir a atuação da Socimer no mercado de capitais seria inócua; (ii) a aplicação de multa pecuniária atingiria os credores da liquidada, e não os infratores (fls. 2.359);
- a Lei n° 6.024/74, que trata da liquidação extrajudicial, dispõe em seu art. 18²³ que uma vez decretada a liquidação não se pode cobrar da sociedade nenhuma pena pecuniária (fls. 2.359);
- há falta de interesse de agir, *"assim, não há outra razoável alternativa que não a extinção do inquérito, em relação à defendente, sob pena de contrariar-se o princípio da eficiência e o interesse público, por onerar o erário buscando um fim impossível"* (fls. 2.360/2.361);
- *"...não há no Relatório da Comissão de Inquérito qualquer fundamento de que houve intenção de fraude por parte da defendente"* (fls. 2.361);
- a própria CVM, em seu parecer GMN/SMI de fls. 4 e 5, esclareceu que as transações realizadas pela defendente são diversas daquelas a que se atribuiu um caráter ilícito (fls. 2.361);
- à defendente não se pode imputar objetivamente a responsabilidade pelas operações, se é que efetivamente caracterizaram ilícitos (fls. 2.362);
- mesmo que se pretendesse reconhecer eventual sucessão da defendente quanto à instituição financeira Socimer International Bank Ltd, ainda assim não se aplicaria a multa à defendente, salientando-se que esta é adstrita ao punido, dado o seu caráter pessoal (fls. 2.362/2.363).

VII - DA ANÁLISE DA GERÊNCIA DE ESTUDOS ECONÔMICOS

27. Em 10 de fevereiro de 2003, foi solicitado à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado a realização de estudo acerca do apreçamento das opções de compra constantes do presente Inquérito Administrativo (fls. 2.400).

28. Com efeito, em 18 de fevereiro de 2003, a Gerência de Estudos Econômicos apresentou uma análise detalhada das opções de compra constantes do relatório da Comissão de Inquérito, mediante a utilização do modelo Black-Sholes (fls. 2.401/2.408), concluindo que:

- os descontos assimétricos realizados nos prêmios das opções, verificados tanto no lançamento como na reversão, acabavam por frustrar o objetivo do derivativo, qual seja, a transferência de risco, proporcionando grandes lucros indevidos às contrapartes do Postalis;
- "das nove operações estruturadas constantes do Relatório da Comissão de Inquérito, apenas três resultaram em perda (de 100%) para a contraparte do Fundo"*;
- "nas seis outras operações, os adquirentes das opções lançadas pelo Fundo, lucraram em média quase sete vezes o capital investido"*;
- "é altamente suspeito o fato de que o fundo recebeu em média 25% (e nunca mais que 52%) do prêmio teórico no lançamento das opções, enquanto que pagou por elas em média 79% (e nunca menos do que 54%, exceto na operação com a série CLE, em que pagou prêmio simbólico de R\$ 0,01 o lote)"*;
- "...a camuflagem da operação está no fato de que o Fundo jamais recomprou as opções por um prêmio maior que o prêmio teórico"*, garantindo assim que o retorno percentual da operação estruturada, em cenários negativos de evolução do preço da ação, nunca fosse mais negativo do que o retorno da ação.

29. Ressalte-se que aquela área técnica entendeu que o presente caso sugere a necessidade de uma nova regulação sobre a intermediação de negócios com derivativos em que um dos comitentes finais seja um fundo de previdência privada (fls. 2.401).

VIII - DOS ADITAMENTOS ÀS DEFESAS

30. Diante do estudo acerca do apreçamento das opções de compra realizado pela SDM, procedeu-se à intimação dos indiciados (fls. 2.411) para que apresentassem aditamentos às defesas, caso desejassem.

31. Os indiciados David Bensusan e Norsul apresentaram o aditamento à defesa em 03.03.03, alegando, em síntese, que:

- i. *"o modelo teórico adota pressupostos tendentes a generalizar e simplificar a realidade comportamental"* (fls. 2.428);
- ii. *"é de todo impropriedade, sem qualquer base em lei ou regulamento, afirmar que o uso correto de derivativos só encontra cobertura legal ou regulamentar quando se destine a 'transferir risco'"* (fls. 2.443);
- iii. *"o modelo B&S, calcado no estilo europeu de opções, não resolve satisfatoriamente, ex ante, o problema de precificações futuras diárias e contínuas"* (fls. 2.446);
- iv. a fórmula B&S é irrealística para lidar com a volatilidade, calculando-a para uma determinada data de referência e julgando-a engessada até a data de exercício, ressaltando-se que o estudo utilizou um período fictício, pois as opções podem ser exercidas a qualquer tempo (fls. 2.452/2.453);
- v. é inconsistente lidar matematicamente com volatilidade futura ou com tendências de cotações, decorrentes de fatores não quantificáveis, que são identificados com a incerteza (fls. 2.460);
- vi. é impropriedade uma volatilidade persistente, como base de raciocínio para projeções de preços futuros, no mercado brasileiro, sujeito a grau acentuado de incerteza (fls. 2.464);

(vii) não há como negar que a exclusão do preço zero ou R\$ 0,01 dos percentuais médios da "Comparação entre preços teóricos e preços pagos" levou a passar por cima dos casos em que a operação virou pó (fls. 2.466);

(viii) é de se reconhecer como benéfico à Norsul, para excluí-la do presente inquérito, o critério de não participação de seus clientes nas operações, critério este utilizado no IA 23/2000 para exclusão das corretoras Comercial, Novação e Equity (fls. 2.471/2.473).

32. O defendente Banco Multiplic aditou a sua defesa em 14.04.03, acrescentando, especificamente em relação à análise da SDM, que *"assim como a acusação original, esta trabalha com o imaginário"*, recorrendo a elementos fictícios em cima de operações reais (fls. 2.493).

33. O indiciado Ricardo de Camargo Cavalieri conclui, em seu aditamento (fls. 2.505/2.520), que:

- i. o Memo da Gerência de Estudos Econômicos é extemporâneo e irregular (fls. 2.509);
- ii. *"por entender ser o método B&S excessivamente complexo e subjetivo, o defendente, apesar de reconhecer méritos em tal método, prefere calcular a precificação dos ativos em que investe com base na taxa de juros praticada pelo mercado"*, ressaltando-se que a legislação não estabelece qual método deve ser utilizado (fls. 2.512);
- iii. em duas das três operações de que participou, o defendente ganhou menos do que deveria, usando-se os cálculos teóricos do próprio Memo (fls. 2.516);
- iv. os parâmetros usados pelo defendente foram coerentes com o método B&S, aplicando-se descontos simétricos em razão da baixa liquidez das opções (fls. 2.517/2.518).

34. O indiciado Heitor Alexandre Pereira Reis apresentou aditamento à defesa em 17.04.03, alegando, em suma, que:

- i. a análise da Gerência de Estudos Econômicos não considerou causas extrínsecas que originaram eventuais disparidades assinaladas no estudo (fls. 2.522);
- ii. *"sendo a volatilidade uma variável que influencia o preço da opção, não pode ela ser determinada arbitrariamente"* (fls. 2.523);
- iii. as suposições sobre as quais o estudo se assenta criaram um cenário hipotético impróprio para a demonstração da real ocorrência de ações ilícitas (fls. 2.526);
- iv. os modelos teóricos utilizados no estudo partiram de dados arbitrários, sem nenhum compromisso com circunstâncias factuais, escolhidos ao exclusivo alvedrio do órgão elaborador do estudo (fls. 2.539);
- v. *"o estudo elaborado pela SDM não produz qualquer prova sólida e inafastável, uma vez que se utiliza de critérios abstratos e de modelos teóricos, exangues dos indispensáveis elementos de certeza e consistência, sem os quais não podem ser dispensados a apuração minuciosa e conclusiva dos fatos, até que se consiga encontrar dados sólidos capazes de fundamentar uma acusação"* (fls. 2.540).

35. Destaca-se o parecer do Prof. Luiz Maurício da Silva, ofertado pelo defendente Heitor Alexandre Pereira Reis, Diretor

Indiciados: AGENTE CTVM Ltda.
JOACYR REYNALDO
AGROPASTORIL RICCI Ltda.
ROBERTO DE CASTRO VISNEVSKI
RMC S.A. Sociedade Corretora
HENRIQUE FREIHOFFER MOLINARI
RICARDO CAMARGO CAVALIERI
BANCO MULTIPLIC S/A
HEITOR ALEXANDRE PEREIRA REIS
DAVID BENSUSAN
NORSUL Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários
FINAMBRÁS CCTVM Ltda.
RICARDO ALBERTO SANCHEZ PAGOLA
MECO GLOBAL INVESTMENT N.V., sucessor
de Meco Tatimba Investment N.V.
SÍNTESE Corretora de Valores Ltda., sucedida
por Síntese S.A. Corretora de Valores
ALEXANDRE HENRIQUE DE FREITAS
RICARDO OSSAILE
SOCIMER INTERNATIONAL BANK Ltda.
VIRTUAL EMERGING MARKETS INVESTMENT FUND Ltd.
CONSTRUTORA CASTRO NOGUEIRA Ltda.

RELATOR: DIRETOR WLADIMIR CASTELO BRANCO CASTRO

VOTO

I – EXAME DA ACUSAÇÃO FORMULADA

1. O Relatório da Comissão de Inquérito apontou irregularidades em operações no mercado de valores mobiliários envolvendo o POSTALIS – Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos. Tais operações teriam sido realizadas em detrimento do fundo de pensão e, na acusação, foram divididas em duas modalidades:

- i. operações "interpraças" com ações PN de emissão da Telesp (Telesp PN), e
- ii. operações com Telesp PN e opções sobre essas ações.

2. Preliminarmente, deve ser ressaltado que a estratégia de investimento adotada pelo POSTALIS (lançamento de uma opção de compra, com a concomitante compra da ação no mercado à vista) é classificada pela literatura especializada como uma "operação de financiamento", na modalidade *covered call write*¹ (lançamento coberto), em que o participante (lançador, no caso o Postalis) possui um ganho limitado ao preço de exercício da opção acrescido do valor do prêmio recebido, mas está sujeito a uma perda ilimitada com uma eventual queda do mercado².

3. Adotando essa estratégia, o POSTALIS permaneceu exposto ao risco de desvalorização da ação. De outro lado, os "financiados" - as contrapartes do POSTALIS, tinham um limite máximo de perda – o prêmio pago pelas opções – e ganhos potencialmente ilimitados, na hipótese de alta das ações³.

4. Mais ainda, a compra de ações à vista combinada com o lançamento de opções de compra dessas ações constituiria uma operação legítima de transferência de risco apenas se o prêmio das opções recebido pelo POSTALIS fosse corretamente calculado. Não obstante, as operações realizadas pela entidade de previdência apresentaram peculiaridades que as distanciaram de operações de financiamento legítimas, conferindo-lhes caracteres de ilicitude.

PRIMEIRA MODALIDADE DE OPERAÇÃO

5. A primeira modalidade de operações questionadas constituía-se na prévia aquisição, por alguns dos indiciados neste processo, na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), de lotes de ações PN de emissão da Telesp (Telesp PN) que o POSTALIS compraria momentos depois na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ), por preço maior, para cobrir o lançamento de opções anteriormente referido. Tais arbitragens "interpraças" foram realizadas por clientes da Corretora RMC, instituição que também atuou na concepção das operações em que o POSTALIS comprava o papel à vista e lançava opções.

6. Em três oportunidades (dias 7, 10 e 13.03.95 – fls. 1461 a 1466), as ações Telesp PN foram compradas pelo POSTALIS, na BVRJ, de clientes da Corretora RMC. Esses haviam adquirido tais ações no mesmo dia na BOVESPA, por preço melhor, configurando as operações "interpraças" (prejudiciais ao Instituto) já referidas.

7. A Corretora RMC, juntamente com a Síntese Corretora, também participou da estruturação das operações em exame e, em mais de uma oportunidade, teve, por conseguinte, prévio conhecimento de que o POSTALIS iria ordenar a aquisição de ações Telesp PN na BVRJ, conforme se depreende das afirmações de seu diretor, Sr. Ricardo Cavaliere, às fls. 1043.⁴

8. O que se pode inferir dessas operações, dado o conjunto de indícios, todos convergentes, é que a RMC ordenou a compra de Telesp PN na BOVESPA para posterior venda desse lote de ações ao POSTALIS na BVRJ, em uma operação *day trade*, com lucro e sem risco para a contraparte do Instituto, numa típica prática não eqüitativa conhecida como *front running*.

9. Tal conclusão é reforçada pelo fato de que (i) a RMC participou do acerto prévio das operações de financiamento que envolveram o POSTALIS, como atestado por seu diretor; (ii) as duas contrapartes do POSTALIS nas operações "interpraças" eram clientes da RMC, tendo o Sr. Ricardo Cavaliere afirmado que os negócios decorreram de prévio acerto entre a Síntese e a RMC e (iii) o Sr. Roberto de Castro Visnevski⁵, uma das contrapartes do POSTALIS nas operações *day trades* "interpraças", declarou, "que as operações realizadas em seu nome eram decididas pelo Sr. Henrique Molinari", diretor da RMC (fls. 1066)⁶.

10. A evidência de que a ordem de venda das ações dos clientes da RMC era direcionada ao POSTALIS na ponta compradora é visível quando observamos a pouca liquidez de Telesp PN na BVRJ⁷, aliado ao fato de que tanto as ordens de compra do POSTALIS⁸, quanto as de venda dos clientes da RMC foram executadas pela mesma corretora, a Norsul (correspondente da RMC no Rio de Janeiro).

11. Das 7 contrapartes do POSTALIS nas operações de 07, 10 e 13.03.95, seis⁹ eram clientes, diretores, ou a carteira própria da Corretora RMC (fls. 1442, 1449 e 1452). Alguns desses, ao adquirir as opções lançadas pelo POSTALIS, pagaram ao Instituto, a título de prêmio, valores equivalentes ao lucro das contrapartes do POSTALIS nas arbitragens "interpraças" feitas com ações Telesp PN (fls. 1441-item 15, 1448-item 38, e 1452-item 53).

12. A atuação desses investidores, enquanto contrapartes do POSTALIS na BVRJ, foi prejudicial ao Instituto de Seguridade Social dos Correios. Note-se que alguns deles auferiram um ganho na operação de arbitragem (comprando pelo preço de mercado na Bovespa e vendendo mais caro para o POSTALIS na BVRJ) superior ao prêmio pago pelas opções lançadas pela própria entidade previdenciária¹⁰.

13. Ora, se a obtenção do prêmio é a principal vantagem financeira que a modalidade de financiamento alegadamente adotada pelo POSTALIS oferece ao financiador, verificamos que, nas operações de 07, 10 e 13.03.95, o POSTALIS não reduziu o custo do ativo com o recebimento do prêmio, em razão do *front running* acima descrito. Dessa forma, carecem de justificativa econômica as operações com opções de séries CFI (fls. 1441), CFC (fls. 1448), e CFB (fls. 1452), ficando caracterizada a realização de operações de financiamento sem redução do custo inicial do ativo.

SEGUNDA MODALIDADE

14. A segunda modalidade era constituída por dois movimentos, realizados pelo POSTALIS entre 1994 e 1995, na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ), a saber:

- i. compra de Telesp PN com o concomitante lançamento de opções de compra dessas ações;
- ii. em data posterior, recompra das opções lançadas, antes do exercício, seguida de:
 - a. lançamento de nova série de opções de compra, caso a cotação das ações indicasse que a série já lançada

provavelmente não seria exercida, ou,

b. venda das ações à vista, quando a alta de sua cotação indicasse provável exercício das opções em vigor.

15. Dessa forma, observa-se que na operação descrita às fls. 1459 a 1461, o POSTALIS realizou um "financiamento" no qual:

- i. em 27/01/95, adquiriu 20 milhões de ações Telesp PN no mercado à vista ao preço de R\$ 111,65/mil;
- ii. em 17/04/95, lançou opções de compra (série CHG) sobre essa mesma quantidade de ações ao preço de R\$ 3,00/mil¹¹;
- iii. em 05/05/95, adquiriu as opções anteriormente lançadas ao preço de R\$ 31,00/mil; e
- iv. nessa mesma data, vendeu 20 milhões de ações Telesp PN por R\$ 125,00/mil.

16. Assim, constata-se que o POSTALIS recebeu R\$ 94,00/mil ações, a partir de um investimento de R\$ 108,65/mil, em um espaço de 98 dias em uma operação que teria sido estruturada para ser um financiamento em que o Instituto obterá uma taxa fixa mais atraente do que as praticadas nos mercados de renda fixa.

17. A contraparte do POSTALIS no lançamento das opções foi um investidor estrangeiro ¹², cliente da Norsul (fls. 1459). Este, no dia seguinte, vendeu essas opções a outro investidor estrangeiro,¹³ cuja carteira era administrada pela Corretora Síntese. Ao revender as opções ao POSTALIS, 18 dias depois, o segundo investidor estrangeiro auferiu um lucro de R\$ 560.000,00 ou 833,33% do valor investido (fls. 1461).

18. Destaco que, segundo levantamento da área técnica da CVM (fls. 2401 e seguintes), o preço de lançamento da série CHG foi significativamente inferior ao preço teórico da opção, segundo o modelo de Black e Scholes. Por exemplo, considerando-se a volatilidade histórica para 21 dias úteis das ações Telesp PN, o prêmio justo seria de R\$ 13,09 – e não de R\$ 3,00, que foi efetivamente recebido pelo POSTALIS, valor esse pelo menos quatro vezes inferior.

19. Lembro que o prêmio de opções, em tese, é determinado por parâmetros como o preço do papel à vista, preço e data de exercício da opção, seu tipo (se é *put* ou *call*, se americana etc.), os juros de mercado e a volatilidade histórica do papel. Contudo, nas operações em exame, tais prêmios eram pré-definidos pelas partes. Forçoso concluir que, nessa operação, os responsáveis pelo POSTALIS e pela Corretora Síntese deliberaram, sem se pautar nos parâmetros tradicionais de apreamento de opções, transacionar por R\$ 31,00 as opções que o Instituto lançara, 18 dias antes, por R\$ 3,00, transformando em prejuízo o lucro que o POSTALIS obteve com a operação no mercado à vista.

20. Assim, fica caracterizada a realização de operação de financiamento com retorno negativo.

21. De outro lado, já foi consignado que a modalidade de financiamento, adotada pelo POSTALIS nas operações em exame, teria dois objetivos básicos: (i) lucrar o prêmio da opção, caso esta não fosse exercida, ou, (ii) caso houvesse exercício, angariar a taxa de juros, por meio da apropriação da diferença entre o preço de exercício da opção e o valor investido (preço pago pelo papel menos o prêmio). Essas alternativas dependiam da evolução de preço da ação subjacente.

22. Todavia, no caso, o POSTALIS recomprava as opções (com o objetivo de encerrar sua posição lançadora) independentemente do cenário ser de alta ou de baixa. Se as ações estivessem em alta, o POSTALIS pagava pelas opções um valor muito maior do que o recebido por elas (caso das séries CFI, CFB, CFC, e CJI, por exemplo). Se as ações estivessem em baixa, o POSTALIS pagava pelas opções um valor simbólico, sempre com a intenção de lançar novas opções sobre o mesmo ativo subjacente (como ocorreu com as séries CLE e CBA).

23. Considera-se que uma operação de financiamento envolve o investimento e o desinvestimento, por óbvio não se encerrando na rolagem, mas quando o financiador realiza seu retorno. Assim, levando-se em conta o conjunto de operações do POSTALIS, observa-se que um único financiamento envolveu quase todas as opções lançadas pelo Instituto¹⁴. Este teve início em 21.10.94 e terminou em 16.10.95, quando finalmente o POSTALIS realizou seu lucro vendendo à vista quase todo o lote de ações que serviu para o lançamento das séries de opções CLE, CBA, CFB (2 vezes), CFF, CFC e CJI (item 1.2 do Relatório da Comissão de Inquérito, fls. 1446 a 1459).

24. Apesar das alegações do Diretor do POSTALIS de que teria tido, no lançamento e reversão das séries CFC ¹⁵ e CFB¹⁶ uma taxa superior à projetada no mesmo período para o CDI, deve ser ressaltado que, como o próprio Diretor do POSTALIS reconhece, não houve a venda do papel à vista, logo, não houve a liquidação dos investimentos nas datas em que o referido Diretor calculou as taxas acima indicadas. Assim, tais taxas não se efetivaram e, por isso, ainda que estivessem de acordo com normas contábeis vigentes, não traduzem a rentabilidade da operação.

25. Dessa forma, fica caracterizado que foram efetuadas operações cuja taxa não foi aquela alegada pelo Postalis.

26. De outro lado, nas operações em exame, os preços praticados na negociação das opções afastaram-se, de forma

bastante peculiar, do que se convencionou chamar *preço justo* pelos modelos teóricos mais conhecidos.

27. Com efeito, o estudo de fls. 2401 a 2408, elaborado pela área técnica da CVM por solicitação do Relator, calculou o prêmio teórico das opções negociadas pelo POSTALIS. O estudo utilizou o tradicional modelo Black-Scholes, padrão no mercado de derivativos desde sua introdução no começo da década de setenta, e atualmente usado pelo sistema eletrônico de negociação da BOVESPA.

28. Tal estudo concluiu que as opções eram invariavelmente negociadas com desconto sobre o prêmio teórico. No entanto, como comentado, o desconto dado pelo Fundo à contraparte (em média, de 75%) era sempre muito maior que o desconto que a contraparte lhe dava mais tarde, na reversão da operação (20%, em média), havendo portanto grande assimetria, e sempre em prejuízo do POSTALIS.

29. Verifica-se, por fim, que foi o mecanismo de reversões, aliado ao apreçamento das opções (o qual, longe de ter uma base teórica, era decidido arbitrariamente entre as partes), que possibilitou a todas as contrapartes do Instituto de Seguridade Social dos Correios, sem exceção (cf. fls. 1467), obterem significativos ganhos, enquanto o POSTALIS amargou perdas de três formas:

- i. foi vítima de um *front running* que lhe reduziu valor equivalente a duas vezes o que obtivera de rendimento (operação com opções CFI, fls. 1441-1446);
- ii. (ii) após vários lançamentos e reversões de opções (das séries CLE, CBA, CFB, CFC, CFF e CJI – fls. 1446 a 1459), obteve uma taxa bastante inferior à do CDI; e
- iii. (iii) obteve retorno negativo (com opções CHG, fls. 1459-1461).

30. Assim, em poucas palavras, a questão pode ser resumida no seguinte:

- i. as compras do POSTALIS de Telesp PN ocorreram por preços superiores aos praticados no mercado mais líquido (a BOVESPA), sendo que sistematicamente os vendedores na BVRJ auferiram ganhos, em operações pré-combinadas; e
- ii. (ii) os prêmios recebidos pelo POSTALIS no lançamento de opções, e pagos pela mesma entidade no encerramento destas posições lançadas eram sempre desfavoráveis à Instituição, e não remuneravam adequadamente o seu risco (de perda ilimitada), segundo o modelo de Black e Scholes.

DAS IMPUTAÇÕES

31. Por todo o exposto, entendo acertada a decisão da Comissão de Inquérito de ter caracterizado operações examinadas neste processo como prática não eqüitativa, nos termos do inciso II, alínea *d*, da Instrução CVM nº 08/79¹⁷, dado que, por meio delas, o Instituto POSTALIS foi colocado em uma indevida posição de desigualdade em relação às contrapartes.

32. Contudo, entendo que as aludidas operações não preenchem o tipo da operação fraudulenta, descrito na alínea *c* do inciso II da Instrução CVM nº 08/79⁸, pois não envolveram ardil destinado a manter terceiros em erro, dado que, embora tenham sido prejudiciais ao POSTALIS, foram realizadas com a participação e a anuência de seu Diretor.

33. As operações em exame também não preenchem o tipo de condição artificial de demanda, previsto na alínea *a* do inciso II da Instrução CVM nº 08/79¹⁹, pois não provocaram alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários.

34. Também não vislumbro ter ocorrido infração aos seguintes dispositivos:

ARTIGO 153 DA LEI Nº 6.404/76²⁰

35. Foram acusados de infração a esse dispositivo:

- o diretor da Norsul CCVM Ltda., instituição que executou as operações na BVRJ (fls. 1488), Sr. David Bensussan;
- o diretor da Síntese Corretora de Valores Ltda., que intermediou os negócios do POSTALIS (fls. 1489), Sr. Alexandre Henrique de Freitas;
- os diretores da RMC S/A Sociedade Corretora, que intermediaram os negócios da maioria das contrapartes do POSTALIS (fls. 1490), Srs. Ricardo Camargo Cavalieri e Henrique Freihofner Molinari; e
- o diretor da Agente CTVM Ltda., que intermediou um negócio para contraparte do POSTALIS, Sr. Joacyr Reynaldo (fls. 1491).

36. Em resumo, apenas diretores das corretoras que intermediaram as operações reputadas irregulares foram indiciados

com base nesse dispositivo. A Comissão de inquérito justifica essa imputação afirmando que tais pessoas não foram cuidadosas nem diligentes no exercício de suas funções (ex. fls. 1488).

37. Em primeiro lugar, entendo faltar à CVM competência para punir, por infração à Lei Societária, administradores de companhias fechadas e limitadas, ainda que seus institutos sejam eventualmente aptos a regular tais tipos de sociedades.

38. Ademais, a mim parece que a diligência requerida do administrador de companhia pelo art. 153 da Lei das S/A diz respeito primordialmente às responsabilidades que esse administrador tem para com a companhia e seus acionistas.

ARTIGO 10, INCISO II, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 82/88²¹

39. Foram acusados de infração a esse dispositivo:

- a Síntese S/A Corretora de Valores e seu diretor, Sr. Alexandre Henrique de Freitas, na qualidade de instituição administradora de carteira do investidor Anexo IV Virtual Emerging Markets Ltd. (fls. 1488-1489), contraparte do POSTALIS em três operações (fls. 1467);

- a Finambrás CCTVM Ltda. e seu diretor, Sr. Ricardo Alberto Sanchez Pagola, na qualidade de administradores da carteira do investidor Anexo IV Meco Tatimba Investment N.V. (fls. 1492), contraparte do POSTALIS em uma única operação (fls. 1467);

- o Banco Multiplic S/A e seu diretor, Sr. Ricardo Ossaille, na qualidade de administradores da carteira do investidor Anexo IV Socimer International Bank Ltd. (fls. 1493), contraparte do POSTALIS em duas operações (fls. 1467).

40. Não existem nos autos elementos aptos a caracterizar que tenha ocorrido falta de diligência por parte dos administradores de recursos. As operações foram, sem exceção, positivas para os investidores estrangeiros (fls. 1467), razão por que entendo não caber tal imputação, já que a índole do mencionado dispositivo da Instrução CVM nº 82/88 é de todo semelhante a do art. 153 da Lei das S/A, cabendo evocá-lo quando o administrador não foi diligente na administração dos recursos de seu cliente.

41. Feito o exame da acusação, remanesce apenas a imputação de prática não eqüitativa, prevista na alínea *d* do inciso I da Instrução CVM nº 08/79.

42. Por fim, esclareço que o Relatório da Comissão de Inquérito, por estar adstrito a um processo administrativo, dele não se requer maior formalismo, não estando impedida a Comissão de, ao relatar os fatos apurados, manifestar seu entendimento a respeito.

II – DO EXAME DAS DEFESAS

43. Em primeiro lugar, examinarei as preliminares de forma conjunta, dado que algumas das alegações dessa natureza foram repetidas por mais de um defendente. A seguir, passarei a apreciar, também em conjunto, as considerações contidas nos aditamentos às defesas, motivados pelos despachos deste Relator em 05.03.2003 (fls. 2409) e 13.05.2004 (fls. 2621). Ao final, farei o exame das alegações de mérito de cada defendente, presentes nas defesas iniciais, desta feita separadamente.

DAS PRELIMINARES

DA PRESCRIÇÃO

44. No âmbito de processos administrativos sancionadores, a prescrição é regida basicamente pela Lei nº 9.873/99. Seus dispositivos alcançam os fatos investigados neste inquérito, não obstante terem sido verificados cerca de 4 (quatro) anos antes do advento da referida Lei. Decisões anteriores deste Colegiado já apontaram a solução para casos como o presente, como, por exemplo, no Processo CVM RJ 2001/0554²².

45. Algumas das operações investigadas foram realizadas em período anterior a 1º de julho de 1995, e outras posteriormente. Desse modo, aplica-se no primeiro caso o art. 4º²³ e, no segundo, a regra geral contida no art. 1º²⁴ da Lei 9.873/99.

46. No caso das operações realizadas anteriormente a 1º de julho de 1995, não houve prescrição, uma vez que ocorreram várias causas interruptivas, após 1º de julho de 1998: a proposta de instauração de inquérito, em 03.11.1998, (fls. 06) sua aprovação, em 29.01.99 (fls. 11), a designação da Comissão de Inquérito, em 14.02.2000, e a apresentação do Relatório da Comissão de Inquérito, em 02.01.2001 (fls. 1495), o qual se baseou, dentre outros fatos, em oitivas de diversas pessoas, realizadas no período de sua elaboração (ex. às fls. 1040-1042, oitiva de Alexandre Henrique de Freitas, diretor da Corretora Síntese, em 21.03.2000). Todos os eventos citados foram inequivocamente atos que importaram na apuração dos fatos, enquadrando-se na hipótese do art. 2º,²⁵ inciso II, da Lei 9.873/99²⁶, o que afasta por completo a alegação de prescrição.

47. Quanto às operações realizadas após o dia 1º de julho de 1995, verifico que, igualmente, não ocorreu a prescrição, pelas mesmas causas interruptivas acima mencionadas, valendo acrescentar, ainda, a inspeção realizada na Corretora Norsul, no período de 09.03 a 30.06.98 (fls. 319 a 330).

DO CERCEAMENTO DE DEFESA

48. Os Defendentes alegam cerceamento do direito de defesa, pois não teriam tido condição de contestar item por item os fatos relatados pela Comissão de Inquérito, em razão do decurso do tempo.

49. Entendo não ter havido prejuízo para a apresentação das defesas. Quando solicitado pelos Defendentes, foi franqueado amplo acesso aos autos, com a extração de cópias. Ademais, se os Defendentes não mais mantinham (legitimamente) os documentos relativos às operações examinadas, estes poderiam ser integralmente encontrados nos autos.

50. Quanto à preliminar argüida pelo Banco Multiplic S/A (fls. 1769-1775) e pelo Socimer International Bank Limited (fls. 2355 a 2357), no sentido de que não poderiam ter sido incluídos no processo após concluída a fase instrutória, noto que tal alegação não merece ser acolhida.

51. A Resolução nº 454 do Conselho Monetário Nacional, vigente à época dos fatos de que trata o presente, no art. 2º determinava considerar-se o inquérito instaurado com a notificação, por escrito, aos indiciados. Conseqüentemente, a apresentação de defesa, pelo indiciado, instaurava a fase litigiosa. Essa disposição não apenas mantém-se, como vem a ser tornada ainda mais clara, no sentido de que a apresentação da defesa, por parte do acusado, instaura a fase litigiosa do procedimento.

52. Por conseguinte, é de se rejeitar a preliminar relativa ao suposto cerceamento de defesa, em face de o indiciamento em questão ter-se processado tempestivamente, tanto para os que foram notificados por ocasião da Portaria presidencial, inaugurando a fase investigatória, quanto para aqueles que foram notificados por ocasião da aprovação do Relatório.

DO CONCURSO DE NORMAS

53. As defesas propugnam, ainda, pela ocorrência de concurso aparente de normas. Trata-se de um instituto que se verifica quando, para um mesmo e único fato, concorrem diversas normas a, aparentemente, regulá-lo. Nessas hipóteses, cabe ao intérprete verificar aquela que melhor se adapta ao deslinde da questão, mediante a utilização de critérios como o da especialidade e da subsidiariedade.

54. No caso concreto, entendemos ser possível que uma pessoa, numa só ação ou omissão, cometa duas ou mais infrações administrativas, desde que preencha simultaneamente dois ou mais tipos infracionais.

55. Independentemente disso, já manifestei meu entendimento de que, na espécie em estudo, configurou-se tão somente a prática não eqüitativa, de forma que a questão está superada.

DOS ADITAMENTOS ÀS DEFESAS

56. Não procedem as assertivas contidas em alguns dos aditamentos relativos à aplicação do modelo Black-Scholes na análise do apreçamento das opções lançadas pelo POSTALIS²⁷ acerca da não validade do estudo.

57. Quanto à subjetividade do modelo, que envolve basicamente os dados sobre taxas de juros e volatilidade histórica das cotações da ação subjacente, tenho a ponderar que esta não invalida seu poder de inferência, tanto que o modelo, originário dos anos 70, é utilizado amplamente até hoje, inclusive como sistemática de cálculo de prêmios de opções do sistema Megabolsa, da Bolsa de Valores de São Paulo.

58. De outro lado, é improcedente a alegação de que o modelo, à época dos fatos era pouco utilizado ou muito complexo, basicamente por dois motivos (i) porque em nenhum momento os indiciados foram acusados de não o terem utilizado e (ii) porque não corresponde à realidade que, em 1994/95, o modelo Black-Scholes era pouco utilizado ou muito complexo para a época²⁸.

59. Por sua vez, não procedem as alegações de que o modelo Black-Scholes não se aplica ao apreçamento de opções "americanas"²⁹. Ora, tal afirmação não se sustenta diante de estudiosos da matéria, como John Hull, o qual afirmou que uma opção americana terá o preço correspondente ao da opção européia caso as ações subjacentes não tenham ensejado pagamento de dividendos³⁰, caso das Telesp PN no período analisado, ao que se tem nos autos.

60. A seguir, passo ao exame do mérito das defesas.

DO MÉRITO

AGENTE CTVM LTDA., ATUAL CLICKTRADE CTVM S.A. E JOACYR REYNALDO (fls. 1.624/1.635)

61. Examinadas as razões de defesa, à luz do disposto na peça acusatória, verifico não haver elementos que indiquem culpabilidade, dado que a Agente se apresentou como mera executora de ordens originadas da Finambrás CCTVM, instituição administradora da carteira do investidor Meco Tatimba, o que foi confirmado pelo representante da Finambrás em depoimento prestado à Comissão de Inquérito (fls. 1064-1065), não havendo nos autos nada que se contraponha ao alegado.

62. Assim, voto pela absolvição dos indiciados.

AGROPASTORIL RICCI LTDA. (fls. 1644/1653)

63. A Agropastoril Ricci alegou em sua defesa que as decisões de investimentos realizados em seu nome eram tomadas pela Corretora RMC, com quem tinham sócios comuns, inclusive citando nominalmente o Sr. Ricardo Cavalieri como a pessoa que a atendia usualmente (fls. 1648). Alega, ainda, que sequer tivera ciência prévia da aplicação de seus recursos nessas operações (fls. 1647). Tais afirmações, não foram refutadas pelos indiciados citados, que apresentaram suas defesas e tiveram vista dos autos depois da manifestação da Agropastoril Ricci (cf. fls. 1668, 1704, 2728 e 2740).

64. Assim, se por um lado as alegações da Agropastoril Ricci reforçam a participação ativa da Corretora RMC e de seu diretor, o Sr. Ricardo Camargo Cavalieri, nas operações em exame, por outro denotam que a investidora não pode ser responsabilizada disciplinarmente por algo que foi feito à sua revelia, não havendo nos autos nada que se contraponha ao alegado.

65. Assim, voto pela absolvição da indiciada.

ROBERTO DE CASTRO VISNEVSKY (fls. 1656/1667)

66. Acato as razões de defesa³¹ apresentadas pelo defendente, notadamente pelo fato de que não restou caracterizado nos autos que o mesmo tivesse conhecimento prévio acerca das operações "day trade" acima mencionadas.

67. Em razão disso, voto pela absolvição do indiciado.

RMC S/A SOCIEDADE CORRETORA E HENRIQUE FREIHOFFER MOLINARI (fls. 1668/1703)

68. Em que pesem os argumentos da defesa de que não teriam sido comprovados elementos objetivos e subjetivos, especialmente o dolo (fls. 1675), observo que os elementos objetivos da prática não equitativa foram devidamente verificados mediante a perfeita adequação das operações estruturadas aqui examinadas com o tipo previsto no inciso II, letra *d*, da Instrução CVM nº 08/79. Quanto ao elemento subjetivo dessa infração, este foi comprovado pelo próprio defendente, que reconheceu em depoimento (fls. 1471), e novamente em sua defesa (fls. 1690) tratar-se de operações "*precedidas de prévio entendimento entre os intermediários envolvidos*", sendo um deles a Corretora RMC.

69. A participação dos defendentes fica claramente evidenciada pois:

- em três oportunidades, nos dias 07, 10 e 13.03.95, a Síntese propôs financiamento para a RMC envolvendo ações Telesp PN, quando tais papéis, coincidentemente, já teriam sido objeto de ordens de compra de clientes da RMC;
- verifica-se nos mapas de negociação às fls. 1464 a 1466, que a Construtora Castro Nogueira, cliente da RMC, adquiriu ações Telesp PN na BOVESPA, depois³² de ter vendido Telesp PN, na BVRJ, ao POSTALIS, por preço superior ao pago na Bolsa de São Paulo;
- contrariamente ao que afirmam os defendentes, a reversão de posição é feita mediante prévio acordo de preços entre lançador (POSTALIS) e titulares (RMC, seus clientes ou diretores)³³;
- conforme amplamente demonstrado pela área técnica da CVM (fls. 2401 e segs) ficou caracterizada a ocorrência do "desconto assimétrico" nas reversões ocorridas em 21 e 22.03.95, pois o POSTALIS pagou um valor correspondente a 51% (dia 21) e 53% (dia 22) do prêmio teórico, enquanto que no lançamento da mesma série, em 10 de março de 1995, ele recebeu o correspondente a 23% do prêmio teórico;
- sobre a imprevisibilidade do mercado alegado pela defesa³⁴, verifica-se que ausência de interferência nos negócios com opções de Telesp PN na BVRJ, pois, quando a cotação do papel não se elevava a contento, o POSTALIS rolava a operação, optando por encerrá-la apenas quando a alta do papel permitisse a realização de lucros para suas contrapartes.

70. Assim, por todo o exposto, voto pela condenação da RMC Corretora e de seu diretor, Henrique Freihoffer Molinari, por prática não equitativa, na forma do inciso II, letra *d*, da Instrução CVM nº 08/79.

RICARDO CAMARGO CAVALIERI (fls. 1704/1761)

71. Não procede a alegação do defendente sobre "sonegação de informações" por "terem existido outros documentos que não foram franqueados aos defendentes" (fls. 1709), pois a aludida documentação foi trazida aos autos em função de despacho proferido pelo relator (fls. 2621) ³⁵.

72. É improcedente, também, a alegação quanto à inépcia da acusação por não ter indicado com precisão o tipo em que teria incorrido ³⁶(fls. 1713-1714). A nomenclatura do tipo previsto no inciso II, alínea a, da Instrução CVM nº 08/79, é exatamente "condições artificiais de demanda, oferta OU preço de valores mobiliários" ³⁷.

73. Sobre a necessidade da ocorrência de prejuízo para que a CVM possa aplicar penalidades ³⁸alegada pelo defendente, entendo que existência de prejuízo não é elemento do tipo de prática não eqüitativa, nem de qualquer outro tipo previsto na Instrução CVM nº 08/79. Ainda assim, no presente caso o prejuízo do POSTALIS foi comprovado, quer devido ao retorno negativo de financiamento que envolveu opções CHG, quer em razão do "front running" que lhe impôs a RMC.

74. Igualmente, é improcedente a assertiva da defesa quanto à individualização da conduta de cada indiciado ³⁹, pois a participação do defendente foi devidamente evidenciada pela Comissão de Inquérito quando:

- i. o qualifica como diretor da RMC Corretora, uma das instituições que participaram da estruturação das operações, como declarado pelo próprio defendente (fls. 1472) e pelo outro diretor da RMC, também indiciado (fls. 1471),
- ii. o defendente atuou em seu próprio nome e no da Corretora tendo como contraparte o POSTALIS, ⁴⁰ auferindo lucros nominais de R\$ 210.790,00 e R\$ 43.391,80, respectivamente (fls. 1467), e
- iii. está consignado no depoimento do representante legal da Agropastoril Ricci Ltda.(fls. 1079/1080), cliente da RMC e contraparte do POSTALIS em algumas operações, a afirmativa sobre o desconhecimento do fundamento econômico das operações realizadas pela sua empresa na BVRJ e que seus investimentos eram baseados na confiança depositada na RMC e no defendente. ⁴¹

75. Quanto à inexistência de conluio ⁴²,deve ser ressaltado que os principais intervenientes das operações reconheceram que as operações eram pré-combinadas entre as partes, conforme pode ser verificado em inúmeras ocasiões nos autos.

76. Sobre a interferência que existiria nas operações se o prêmio estivesse fora de preço, deve ser destacado, mais uma vez, que a distorção significativa no apreçamento da opção se dava no seu lançamento e não na reversão ⁴³.

77. Feitas essas considerações, voto pela condenação do Sr. Ricardo Camargo Cavalieri, diretor da Corretora RMC, por prática não eqüitativa, nos termos do inciso II, letra d, da Instrução CVM nº 08/79.

BANCO MULTIPLIC S.A., ATUAL MULTIPLIC S.A. (fls. 1762/1820) e RICARDO OSSAILLE (fls. 2339/2340)

78. Examinadas as razões de defesa do Multiplic, verifico que o contrato de administração de carteira celebrado entre o Banco e o Socimer (fls. 1794-1798) estabelecia que, para realizar investimentos em nome da carteira do Socimer, o Multiplic dependia "de ordem expressa do CLIENTE" (Socimer), a ser transmitida "ao MULTIPPLIC através de fax-message" (fls. 1796). Afirma o Multiplic, ainda, que o Socimer reservava a si até mesmo a escolha das corretoras com quem sua carteira administrada iria operar (fls. 1778).

79. O Multiplic alega também que o Socimer atuava através de seu próprio pessoal ou de pessoas por ele credenciadas, completamente estranhas ao Banco Multiplic, conforme indicado pelas procurações outorgadas aos Srs. Moacyr Freire e Fábio Nisaka (fls. 1800-1801), cabendo ao defendente apenas providenciar a liquidação financeira e a transferência de títulos (fls. 1779-1780).

80. Tais alegações e documentos indicam que o Banco Multiplic S/A, atual Multiplic S/A, não possuía ingerência nas decisões de investimento do Socimer International Bank Ltd., não podendo, portanto, ser responsabilizado pelas operações realizadas em nome deste investidor e que são objeto do presente processo.

81. Quanto ao Sr. Ricardo Ossaille, sua culpa é excluída não só em razão da não culpabilidade do Multiplic, mas também pelo fato de que o indiciado comprovou não ser funcionário do Multiplic à época das operações.

82. Dito isto, voto pela absolvição dos indiciados.

HEITOR ALEXANDRE PEREIRA REIS (fls. 1821/1875)

83. Em sua defesa, o defendente incorre no equívoco de considerar realizadas taxas meramente potenciais, dado que a realização de um financiamento ordinariamente se dá com sua liquidação. Por isso, perde o sentido a afirmação da defesa de que "o POSTALIS estabeleceu a expectativa de recebimento de uma taxa de juros que, efetivamente, foi realizada" ⁴⁴.

84. De outro lado, o diretor do POSTALIS alega que não teria interagido com os outros participantes da operação, mas

apenas com a Corretora Síntese, valendo notar que a prévia combinação das operações com essa Corretora, aliada à aceitação de seus resultados negativos, é suficiente para caracterizar o dolo do defendente, bem como o conluio com a instituição intermediária.

85. Não procedem as alegações da defesa de que as negociações ocorridas entre 21.10.94 e 16.10.95 eram operações individualmente isoladas, que se iniciavam e se encerravam a cada evento, não constituindo operações continuadas (fls. 1844). Conforme já demonstrado, os valores que o POSTALIS investiu a partir de outubro de 1994 em ações Telesp PN, após sucessivos lançamentos e reversões de opções, só retornou ao caixa do da Entidade um ano após, quando o POSTALIS alienou o lote de ações adquirido. Por conseguinte, é nesse momento, quando o financiamento se encerra, que se obtém o retorno do valor investido.

86. Nesse passo, merece registro a afirmativa da defesa (fls. 1856) sobre a confiança depositada pelo POSTALIS no intermediário financeiro inclusive se eximindo de responsabilidade por negociações que pudessem ser prejudiciais à Instituição.⁴⁵

87. Ora, não é admissível que o responsável pela aplicação da poupança de participantes de um plano de aposentadoria não exerça suas funções com o cuidado e a diligência requeridas.

88. Considerando o cargo de direção ocupado pelo indiciado no POSTALIS à época dos fatos, sua competência para autorizar as inversões da Fundação no mercado de valores mobiliários, e os recursos à sua disposição para bem cumprir seu papel na Instituição, só nos restam duas alternativas válidas para qualificar o seu comportamento: ou o defendente agiu com dolo, ou assumiu conscientemente o risco - o chamado dolo eventual - de levar a Entidade que dirigia a ser vítima de operações de *front-running* e de realizar operações de financiamento com retorno negativo, colocando o POSTALIS, em qualquer caso, numa indevida posição de desvantagem.

89. Feitas essas considerações, voto pela condenação do Sr. Heitor Alexandre Pereira Reis, diretor do POSTALIS, por prática não eqüitativa, na forma do inciso II, letra *d*, da Instrução CVM nº 08/79.

NORSUL CORRETORA DE CÂMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA., ATUAL NORSUL PARTICIPAÇÕES (fls. 1904/2193), E DAVID BENSUSAN (fls. 1876/1903)

90. Os autos indicam que a atuação da Norsul Corretora, no que tange às operações analisadas neste processo, resumiu-se à execução, na BVRJ, de ordens repassadas por outras corretoras, não havendo a menor prova ou mesmo indício de que tivesse participado da estruturação de tais operações, não podendo, portanto, ser responsabilizada disciplinarmente pelas irregularidades nelas verificadas.

91. Isso posto, voto pela absolvição da Norsul Corretora e de seu diretor, Sr. David Bensusan .

FINAMBRÁS CCTVM, RICARDO ALBERTO SANCHEZ PAGOLA E MECO TATIMBA INVESTMENT NV (ATUAL MECO GLOBAL INVESTMENT NV) – (fls. 2194/2220)

92. A defesa conjunta dos defendentes repisa aquilo que já havia sido informado no depoimento do Sr. Ricardo Alberto Sanchez Pagola, prestado à Comissão de Inquérito (fls. 1064-1065), quando foi informado que a Finambrás não decidia os investimentos de Meco Tatimba.

93. A defesa salienta a pouca relevância dos valores envolvidos na operação com o POSTALIS, face à magnitude da carteira desse investidor estrangeiro, que importava em R\$ 4,7 milhões, e mesmo ao volume operado pelo investidor no dia em que ocorreu a operação tida como irregular, cerca de R\$ 3 milhões (fls. 2199).

94. Não existem nos autos provas de que o investidor Meco Tatimba tenha participado da estruturação das operações consideradas irregulares, havendo de concreto apenas que este investidor foi contraparte do POSTALIS em operações envolvendo opções CFI, obtendo o lucro de R\$ 15.310,00 (fls. 1467).

95. Entendo que a documentação constante dos autos denota a ausência de culpabilidade da Finambrás e de seu diretor. Quanto à responsabilidade do investidor Meco Tatimba nas irregularidades, esta careceu de elementos probatórios.

96. Por essas razões, voto pela absolvição dos indiciados .

SÍNTESE ASSET MANAGEMENT, SUCESSORA DE SÍNTESE S.A. CORRETORA DE VALORES, ADMINISTRADORA DA CARTEIRA DE VIRTUAL EMERGING MARKETS INVESTMENTS FUND LTD. E ALEXANDRE HENRIQUE DE FREITAS (fls. 2221/2270)

a) VIRTUAL EMERGING MARKETS INVESTMENTS FUND LTD.

97. Não há nos autos prova ou indício de que esse Fundo de investimentos estrangeiro tivesse participado da estruturação de operações ora questionadas.

98. De outro lado, cabe razão à defesa quanto ao fato de ter o Virtual Emerging Market Investment Fund Ltd. sido intimado na pessoa da Síntese Corretora (fls. 1517), quando os poderes para receber intimações expedidas pela CVM foram outorgadas a outra pessoa.

99. Isso posto, voto pela absolvição do indiciado.

b) SÍNTESE ASSET MANAGEMENT, SUCESSORA DE SÍNTESE S.A. CORRETORA DE VALORES E ALEXANDRE HENRIQUE DE FREITAS

100. A Síntese Corretora foi a Instituição financeira encarregada pelo POSTALIS de realizar operações que se demonstraram danosas à Instituição.

101. Efetivamente, coube à Síntese a montagem das operações que foram prejudiciais ao POSTALIS, conforme reconheceu a própria Corretora às fls. 2233⁴⁶, tendo, na contraparte das operações, quase sempre, clientes da RMC.

102. Às fls. 1461, observa-se que cliente estrangeiro, cuja carteira era administrada pela Corretora Síntese, auferiu lucro expressivo em operação de financiamento montada pela Instituição.⁴⁷

103. Por outro lado, cabia à então Corretora acompanhar as negociações do cliente e evitar que o POSTALIS fosse prejudicado nas negociações, sendo vítima, inclusive, de operações que se constituíram em *front running* e de realização de operações de financiamento com retorno negativo.

104. É improcedente a alegação da defesa ao entender que a definição de prática não eqüitativa prevista na Instrução CVM nº 08 "*visou especificamente abranger o uso indevido de informação de mercado em que o desequilíbrio ou desigualdade decorre do uso de informação privilegiada*"⁴⁸. Ora, é fato que uma das mais típicas práticas não eqüitativas é justamente o "front running", o qual não estaria inserido dentre esses ilícitos se fosse correto o entendimento da defesa.

105. Não procede, também, a alegação da defesa de que mercado de opções da BVRJ foi escolhido para a execução das operações não por ser ilíquido, mas em razão de sua liquidez (fls. 2240). Ora, o que constam dos autos é o fato de que, naquela ocasião, a totalidade das operações com opções de TELESP eram negociadas entre os envolvidos no presente Processo Administrativo Sancionador. De outro lado, tais operações não dependiam da liquidez do mercado para serem realizadas, dado que eram acordadas previamente, fora da bolsa, sendo cursada em bolsa apenas para seu fechamento.

106. Por fim, a defesa reconhece não ter havido nenhuma interferência nas operações em exame realizadas na BVRJ, o que, ao contrário do que quer fazer crer, apenas corrobora que o ambiente daquela Bolsa favorecia a execução dessas operações pré-combinadas, que se mostraram lesivas ao POSTALIS.

107. Por todo o exposto, entendo ter restado plenamente caracterizada a ilicitude das operações e o dolo da Síntese Corretora, instituição dirigida pelo Sr. Alexandre Henrique de Freitas.

108. Em face do exposto, voto pela condenação da Síntese Corretora e de seu diretor, Alexandre Henrique de Freitas, por prática não eqüitativa, na forma do inciso II, letra *d*, da Instrução CVM nº 08/79.

SOCIMER INTERNATIONAL BANK LIMITED - EM LIQUIDAÇÃO (fls. 2341/2392)

109. Sem embargo de seus ganhos nas operações com o POSTALIS terem sido significativos, não há nos autos elementos que comprovem a participação desse investidor na estruturação das operações eivadas de irregularidade.

110. Por essa razão, voto pela absolvição da indiciado.

CONSTRUTORA CASTRO NOGUEIRA LTDA. (fls. 1493)

111. Não há nos autos nenhuma prova de que esse investidor tenha participado da estruturação das operações irregulares.

112. Assim, não havendo elementos a sustentar a culpabilidade dessa investidora, voto por sua absolvição.

V – PENALIDADES

113. Pelo exposto, e com fundamento no artigo 11, § 1.º, II, da Lei nº 6.385/76 (conforme redação vigente à época dos fatos), voto pela aplicação das penalidades a seguir indicadas, pela realização de práticas não eqüitativas, na forma do inciso II, letra *d*, da Instrução CVM nº 08/79, cujo valor das operações irregulares constam do item 99 do Relatório da Comissão de Inquérito (fls. 1466/1467), às seguintes pessoas:

- RMC S.A. Sociedade Corretora, multa pecuniária no valor de R\$ 234.071,95, equivalente a 15% sobre o valor total das operações realizadas;
- HENRIQUE FREIHOFFER MOLINARI, diretor da RMC Corretora, multa pecuniária no valor de R\$ 234.071,95,

equivalente a 15% sobre o valor total das operações realizadas;

- RICARDO CAMARGO CAVALIERI, diretor da RMC Corretora, multa pecuniária no valor de R\$ 234.071,95, equivalente a 15% sobre o valor total das operações realizadas;
- HEITOR ALEXANDRE PEREIRA REIS, diretor do POSTALIS, multa pecuniária no valor de R\$ 468.143,91, equivalente a 30% sobre o valor total das operações realizadas;
- SÍNTESE Asset Management Ltda., sucessora de Síntese S/A Corretora de Valores Ltda., multa pecuniária no valor de R\$ 468.143,91, equivalente a 30% sobre o valor total das operações realizadas; e
- ALEXANDRE HENRIQUE DE FREITAS, diretor da Síntese Corretora, multa pecuniária no valor de R\$ 468.143,91, equivalente a 30% sobre o valor total das operações realizadas.

114. Voto pela absolvição das seguintes pessoas pelas imputações de responsabilidade por criação de condições artificiais de demanda e por prática de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários, definidas, respectivamente, nas letras 'a' e 'c' do item II e vedadas pelo item I, ambos da Instrução CVM nº 08/79, a saber:

- RMC S.A. Sociedade Corretora;
- HENRIQUE FREIHOFFER MOLINARI, diretor da RMC Corretora;
- RICARDO CAMARGO CAVALIERI, diretor da RMC Corretora;
- HEITOR ALEXANDRE PEREIRA REIS, diretor do POSTALIS;
- SÍNTESE Asset Management Ltda., sucessora de Síntese S/A Corretora de Valores Ltda.; e
- ALEXANDRE HENRIQUE DE FREITAS, diretor da Síntese Corretora

115. Voto também pela absolvição das seguintes pessoas pelas imputações de responsabilidade por práticas não eqüitativas, por operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários e por criação de condições artificiais de demanda, definidas, respectivamente, nas letras 'd', 'c' e 'a' do item II e vedadas pelo item I, ambos da Instrução CVM nº 08/79, a saber:

- AGENTE CTVM Ltda, atual Clicktrade CTVM S/A;
- JOACYR REYNALDO, diretor da Agente Corretora;
- AGROPASTORIL RICCI Ltda.;
- FINAMBRÁS CCTVM Ltda.;
- RICARDO ALBERTO SANCHEZ PAGOLA, diretor da Finambrás Corretora;
- BANCO MULTIPLIC S/A;
- RICARDO OSSAILE, diretor do Banco Multiplic;
- NORSUL CCVM Ltda.;
- DAVID BENSUSAN, diretor da Norsul;
- ROBERTO DE CASTRO VISNEVSKI ;
- MECO GLOBAL INVESTMENT N.V., sucessor de Meco Tatimba Investment N.V.;
- SOCIMER INTERNATIONAL BANK Ltda.;
- VIRTUAL EMERGING MARKETS INVESTMENT FUND Ltda.;e
- CONSTRUTORA CASTRO NOGUEIRA Ltda.

116. Voto, ainda, pela absolvição das seguintes pessoas pela imputação de responsabilidade por infração ao artigo 153 da Lei nº 6.404/76:

- DAVID BENSUSAN, diretor da Norsul;
- ALEXANDRE HENRIQUE DE FREITAS, diretor da Síntese Corretora;

- RICARDO CAMARGO CAVALIERI, diretor da RMC Corretora;
- HENRIQUE FREIHOFER MOLINARI, diretor da RMC Corretora;e
- JOACYR REYNALDO, diretor da Agente Corretora.

117. Voto, por fim, pela absolvição das seguintes pessoas pela imputação de responsabilidade por infração ao artigo 10, inciso II, da Instrução CVM nº 82, de 19.09.88, a saber:

- SÍNTESE Asset Management Ltda., sucessora de Síntese S/A Corretora de Valores Ltda.;
- ALEXANDRE HENRIQUE DE FREITAS, diretor da Síntese Corretora;
- FINAMBRÁS CCTVM Ltda.;
- RICARDO ALBERTO SANCHEZ PAGOLA, diretor da Finambrás Corretora;
- BANCO MULTIPLIC S/A; e
- RICARDO OSSAILE, diretor do Banco Multiplic

118. Finalmente, proponho que cópia dos autos seja encaminhada à Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 17 de fevereiro de 2005

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor-Relator

1 Ao explicar as características do *covered call write*, detalha Luiz Maurício da Silva que pode ocorrer "perda ilimitada, em função da queda do preço à vista" (SILVA, Luiz Maurício da. *Mercado de opções: conceitos e estratégias*. Halip: Rio de Janeiro, 1996, p. 165).

2 Nas operações objeto do presente processo, ao adquirir Telesp PN no mercado à vista e tão somente lançar opções de compra, o POSTALIS reduzia seu investimento inicial (pois apesar de pagar pela ação adquirida à vista, recebia o prêmio da opção), enquanto fixava um limite máximo para seu retorno, que somente seria atingido se, na data de exercício das opções, Telesp PN tivesse cotação maior ou igual ao preço de exercício

3Esses ganhos seriam correspondentes à diferença positiva entre a cotação de mercado das ações e o preço de exercício. Por essa razão, não é correta a afirmação do diretor do POSTALIS, de que nessas operações "já estava pactuada a taxa a ser praticada"(fls. 1476). Como demonstrado, essa assertiva estaria certa apenas na hipótese de constante alta do mercado, o que é impossível predizer com absoluta segurança.

4 O Sr. Ricardo Cavaleiri em depoimento afirmou que "nas operações efetuadas com opções CFI de Telesp PN, em 10, 21 e 22.03.95 (...) os negócios decorreram de prévio contato feito entre a RMC e a Síntese, por se tratar de operações casadas" (fls. 1044).

5 No mesmo depoimento, o Sr. Visnevski ainda acrescentou que não participou da montagem da operação, de vez que as operações realizadas em seu nome eram decididas pelo Sr. Henrique Molinari, não informava ao Sr. Henrique Molinari o volume de recursos que tinha disponível para investimento, e este decidia quais os papéis que seriam comprados ou vendidos por conta do declarante. Ressaltou que "não se tratava de administração de carteira, mas sim de orientação dada a um amigo" (fls. 1066).

6No mesmo depoimento, o Sr. Visnevski ainda acrescentou que informava ao Sr. Henrique Molinari o volume de recursos que tinha disponível para investimento, e este decidia quais os papéis que seriam comprados ou vendidos por conta do declarante. Ressaltou que "não se tratava de administração de carteira, mas sim de orientação dada a um amigo" (fls. 1066).

7Ao ensejo, note-se a grande representatividade dos negócios envolvendo o POSTALIS no volume total negociado do papel, na BVRJ, naqueles dias: 69,64% em 10.03.95, quando o POSTALIS comprou, e 100% em 21 e 22.03.95, quando o POSTALIS vendeu Telesp PN na BVRJ.

8 O POSTALIS deu as ordens de venda para a Corretora Síntese que, por sua vez, as repassou para a NORISA (item 13 do Relatório - fls. 1441).

9 O exercício foi a investidor abrangido (Mário Tassinari, que era cliente da corretora Agente (fl. 1442).

10 Na verdade, foi o investidor João Carlos de Aguiar que não acertou no 10/03/95 e recebeu apenas 98,63% do preço de exercício, porém recebeu o prêmio de 100% do preço de exercício em 21/03/95, sendo que o preço de exercício foi de R\$ 70,00 e o prêmio de R\$ 10,00 (fls. 1443).

11 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

12 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

13 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

14 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

15 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

16 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

17 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

18 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

19 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

20 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

21 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

22 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

23 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

24 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

25 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

26 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

27 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

28 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

29 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

30 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

31 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

32 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

33 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

34 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

35 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

36 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

37 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

38 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

39 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

40 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

41 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

42 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

43 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

44 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

45 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

46 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

47 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

48 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

49 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

50 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

51 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

52 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

53 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

54 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

55 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

56 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

57 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

58 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

59 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

60 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

61 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

62 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

63 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

64 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

65 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

66 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

67 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

68 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

69 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

70 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

71 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

72 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

73 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

74 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

75 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

76 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

77 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

78 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

79 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.

80 O preço de exercício de cada ação de R\$ 100,00 foi pago em 21/03/95, sendo a operação não foi realizada.