

**SESSÃO DE JULGAMENTO**  
**DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**

**CVM Nº 09/04**

**Acusados:** Bernardo Clemente da Fonseca Neto  
Carlos Ciampolini  
Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo  
Indusval S.A. CTVM  
João Antônio Porchat Forbes  
Sérgio de Almeida Lamunier

**Ementa:** **Utilização de artifício destinado a induzir e manter a Votorantim Comercial Exportadora e Importadora Ltda. em erro, através da distribuição irregular de negócios no mercado futuro de dólar comercial na BM&F, com a finalidade de obter vantagem ilícita de natureza patrimonial: suposta realização de operações fraudulentas, conforme conceituadas no inciso II, alínea c, da Instrução CVM nº 08/79, contrariando o inciso I dessa mesma instrução. Absoluções.**

**Ausência de controle formal de ordens de negociação, tanto no que tange à sua emissão quanto à sua execução, conforme preconizava o artigo 5º do Regulamento de Operações da BM&F, à época dos fatos constatados neste processo, c/c o item IV da Resolução CMN 1.645/89. Absoluções.**

**Celebração de contrato entre corretora e agente autônomo de investimento para a distribuição e mediação de títulos e valores mobiliários, sem a devida comunicação à CVM, conforme parágrafo único do artigo 3º da Instrução CVM nº 355/01. Advertência.**

**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 aplicar a **pena de advertência** à Indusval S.A. CTVM, por infração ao parágrafo único do artigo 3º da Instrução CVM nº 355/01, e **absolver** todos os acusados das demais imputações que lhes foram feitas.

O acusado punido terá um prazo de 30 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 CMN nº 454/77.

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

Proferiram defesa oral os advogados dr. Alberto Maurício Caló, representante legal dos acusados Indusval S.A. CTVM e Carlos Ciampolini, e dr. Mário Luiz Pereira Carreira Miguel, representante legal dos acusados Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo e João Antônio Porchat Forbes.

Presente à sessão de julgamento a procuradora-federal Julya Sotto Mayor Wellisch, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram do julgamento os diretores Pedro Oliva Marcilio de Sousa, relator, Wladimir Castelo Branco Castro e o presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 20 de junho de 2006.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor-relator

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão de Julgamento

### Relatório

01. Trata-se de Inquérito Administrativo ("IA"), instaurado pela Superintendência Geral ("SGE") da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), em que figuram como indiciados: Indusval S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários ("Corretora"), Carlos Ciampolini, Bernardo Clemente da Fonseca Neto, Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo, João Antônio Porchat Forbes e Sérgio de Almeida Lamunier. Diante de indícios da ocorrência de irregularidades relacionadas com negócios realizados no mercado futuro de dólar da Bolsa de Mercadorias e Futuros ("BM&F"), a comissão de inquérito, ao final das investigações, efetuou as seguintes imputações: (i) operações fraudulentas, conforme conceituado no inciso II, alínea "c", da Instrução 08/79, contrariando o inciso I desta mesma instrução; (ii) infração ao disposto no artigo 5º do Regulamento de Operações da BM&F, c/c o item IV da Resolução CMN 1.645/89<sup>1</sup>, pela falta de controle formal, de corretora, sobre ordens de negociação; e (iii) celebração de contrato entre corretora e agente autônomo sem a devida comunicação à CVM, em infração ao que dispõe o parágrafo único do artigo 3º da Instrução 355/01.

02. De acordo com o levantamento da comissão de inquérito, Bernardo Clemente da Fonseca Neto, Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo, João Antônio Porchat Forbes e Sérgio de Almeida Lamunier auferiram, de forma sistemática, lucros excepcionais em operações *day trade*, no período de 01.10.02 a 30.09.03, totalizando, respectivamente, um lucro de R\$ 2.602.325,00, R\$ 247.792,50, R\$ 162.555,00 e R\$ 82.065,00, e de outro lado a Vocex, operando no mesmo ativo e período, auferiu ajustes diários negativos no valor total de R\$ 6.253.867,25. As operações fraudulentas, ocorridas por intermédio da Corretora, teriam se dado da seguinte maneira:

(i) Inicialmente, eram realizadas operações de compra ou venda de contratos no mercado futuro de dólar comercial, sem que fossem especificados os comitentes;

(ii) Caso o comportamento do mercado, após a operação inicial, fosse favorável, ou seja, alta de preço após compra inicial ou baixa de preço após venda inicial, era fechado *day trade*, e as duas operações que formavam o *day trade* eram especificadas para Bernardo Clemente da Fonseca Neto, bem como para Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo, João Antônio Porchat Forbes e Sérgio de Almeida Lamunier; e

(iii) Por outro lado, caso a evolução dos preços fosse desfavorável em relação às operações realizadas, estas eram especificadas para a Vocex.

03. As investigações tiveram início com o Relatório de Análise GMA-2/49/03 (fls. 18 a 164). Diante das informações apuradas pela Gerência de Acompanhamento de Mercado – 2 ("GMA-2"), foi feita a Solicitação de Inspeção SMI/GMA-2/11/03 (fl. 09), o que gerou o Relatório de Inspeção SFI/GFE-4/02/04 (fls. 243 a 249). Ambos os relatórios, de inspeção e de análise, serviram de base para a elaboração do Relatório de Análise GMA-2/18/04, o qual, por sua vez, propôs a instauração de inquérito administrativo. Essa proposta foi acatada pela SGE, que expediu a PORTARIA/CVM/SGE/101/04, designando a comissão de inquérito responsável pela condução do IA 09/04. Esta comissão, após a tomada dos termos de declarações de Nelson Koichi Shimada (fls. 628 e 629), Luís Sérgio Gandolfi (fls. 630 a 633), Bernardo Clemente da Fonseca Neto (fls. 634 a 637), Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo (fls. 638 e 639), João Antônio Porchat Forbes (fls. 640 e 641), Sérgio de Almeida Lamunier (fls. 642 e 643) e Marco Antônio Siqueira (fl. 644), concluiu seus trabalhos com a elaboração de relatório acostado às folhas 666 a 688 ("Relatório de Acusação"). Além desses documentos, houve as seguintes comunicações entre a CVM e os participantes do inquérito:

(i) OFÍCIO/CVM/GMA-2/427/03 (fl. 238) e a correspondente resposta da Bovespa (fl. 239);

(ii) Termo de Intimação CVM/SFE/01/04 (fl. 330) e a resposta da Corretora (fl. 331);

(iii) Solicitação de Informações (fl. 619) e a resposta da Vocex (fls. 584 e 585);

(iv) OFÍCIO/CVM/GMA-2/80/04 (fl. 620) e a resposta da Corretora (fls. 621 a 626); e

(v) OFÍCIO/CVM/SFI/GFE-2/73/04 (fls. 645 e 646) e a resposta de Carlos Ciampolini (fls. 647 a 650).

Da conduta do indiciado Bernardo Clemente da Fonseca Neto

04. Conforme comprovado nos autos, Bernardo Clemente da Fonseca Neto operava na Corretora tanto por conta própria, quanto em nome da Vocex (fls. 584 e 585), embora a ficha cadastral da Vocex na Corretora indique apenas Marcus O. Camargo Arruda e Nelson Koichi Shimada como autorizados a emitir ordens pela Vocex (fl 182). Além disso, de acordo com o depoimento de Luís Sérgio Gandolfi, gerente geral de finanças da Vocex (fls. 630 a 633), Bernardo Clemente da Fonseca Neto tinha flexibilidade na realização das operações para a empresa e também a liberdade de realizar *day trades* em nome dela.

05. Para a comissão de inquérito, a falta de um controle rígido sobre as operações realizadas por Bernardo Clemente da Fonseca, tornou possível que ele obtivesse uma taxa de sucesso de 100% nas operações em seu nome. Isso aconteceria, porque Bernardo Clemente da Fonseca Neto estaria usando as operações ordenadas, supostamente em nome da Vocex, como um "seguro" para o sucesso de suas próprias operações. Ou seja, Bernardo Clemente da Fonseca Neto, combinado com os funcionários da Corretora, Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo, João Antônio Porchat Forbes, Sérgio de Almeida Lamunier, especificava a Vocex como comitente das operações, quando tais operações causavam perdas, e estipulava, como comitentes, a sua própria pessoa, bem como a dos citados funcionários da Corretora, quando as operações geravam ganhos.

06. De acordo com a acusação, essa hipótese se comprova com a observação da evolução da taxa de performance de Bernardo Clemente da Fonseca Neto, que passou de 100% nas operações em seu nome, enquanto ocupava o cargo de gerente de risco e tesouraria corporativa da Vocex, para 54,6% após sua saída da Vocex.

#### Da conduta do indiciado Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo

07. Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo, sócio da C&F2 Agentes Autônomos de Investimentos S/C Ltda. (" C&F2"), era o responsável, na Corretora, pelo recebimento das ordens de negócios realizados pelos comitentes Vocex e Bernardo Clemente da Fonseca Neto. Era responsável também por supervisionar todos os procedimentos operacionais dos negócios da BM&F, desde a execução até a especificação dos negócios, após o conhecimento do resultado das operações.

08. De acordo com a acusação, esses fatos, somados à falta de supervisão das operações da BM&F pelo diretor da Corretora, Carlos Ciampolini, facilitaram a realização das operações de "seguro" que prejudicaram a Vocex, pois permitiu que ele, em conluio com Bernardo Clemente da Fonseca Neto, João Antônio Porchat Forbes e Sérgio de Almeida Lamunier, especificasse reiteradamente como comitentes das operações lucrativas, sua própria pessoa e a de seus "comparsas".

09. Tal acusação se comprovaria pela mudança, após a Vocex ter parado de operar no mercado de futuros, no perfil operacional de Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo, que, apesar de ter mantido uma elevada taxa de performance (87,5%), reduziu consideravelmente seu volume de operações.

#### Da conduta do indiciado João Antonio Porchat Forbes

10. João Antonio Porchat Forbes, sócio da C&F2, também era operador de mesa da Corretora e obteve no período uma taxa de sucesso de 96,7% no mercado futuro de dólar comercial da BM&F. Após a Vocex deixar de operar no mercado futuro de dólar da BM&F, ele mudou o seu perfil operacional, tendo diminuído consideravelmente o volume de suas operações nesse mercado, sofrendo inclusive, entre janeiro e outubro de 2004, um prejuízo de R\$ 12.640,00, o que comprovaria sua participação na suposta fraude.

#### Da conduta do indiciado Sérgio de Almeida Lamunier

11. Sérgio de Almeida Lamunier era o responsável, na Corretora, pela especificação final dos comitentes das operações, que era realizada, de maneira geral, após o pregão. Obteve, no período de outubro de 2002 a setembro de 2003, uma taxa de sucesso de 100 % no mercado futuro de dólar comercial da BM&F. Após a Vocex deixar de operar no mercado futuro de dólar da BM&F, Sérgio Lamunier manteve o mesmo perfil operacional, ou seja, continuou operando no mercado futuro de dólar, obtendo uma taxa de sucesso, entre janeiro e outubro de 2004, de 96%, e com um volume aproximadamente igual, embora o lucro tenha diminuído consideravelmente, de R\$ 82.065,00 para R\$ 15.910,00, fato que, para a comissão de inquérito, comprovaria sua condição de partícipe e beneficiário das operações fraudulentas.

#### Da conduta da indiciada Indusval S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários e do indiciado Carlos Ciampolini

12. A Corretora e o seu diretor propiciaram um ambiente livre de fiscalização para a atuação de Bernardo Clemente da Fonseca Neto, Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo, João Antônio Porchat Forbes e Sérgio de Almeida Lamunier, facilitando a ocorrência de operações fraudulentas que causaram prejuízos volumosos a um de seus clientes (Vocex).

13. Além disso, embora não conste do cadastro da CVM (fls. 268), a C&F2 mantém, desde 15.08.02, já sob a égide da Instrução 355/01, contrato com a Corretora para a prestação de serviços de agente autônomo de investimento, sendo seus clientes a Vocex e Bernardo Clemente (fls. 269 a 272).

#### Das responsabilidades

14. Em decorrência dos fatos acima descritos, a comissão de inquérito imputou aos indiciados o seguinte:

(i) **Bernardo Clemente da Fonseca Neto**, a responsabilidade pela utilização de artifício destinado a induzir e manter a Votorantim Comercial Exportadora e Importadora Ltda. em erro, através da distribuição irregular de negócios no mercado futuro de dólar comercial na BM&F, com a finalidade de obter vantagem ilícita de natureza patrimonial, caracterizando a realização de operações fraudulentas, conforme conceituadas no inciso II, alínea "c", da Instrução 08/79, e contrariando o inciso I dessa mesma instrução;

(ii) **Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo**, a responsabilidade pela utilização de artifício destinado a induzir e manter a Votorantim Comercial Exportadora e Importadora Ltda. em erro, através da distribuição irregular de negócios no mercado futuro de dólar comercial na BM&F, com a finalidade de obter vantagem ilícita de natureza patrimonial, caracterizando a realização de operações fraudulentas, conforme conceituadas no inciso II, alínea "c", da Instrução 08/79, e contrariando o inciso I dessa mesma instrução;

(iii) **João Antonio Porchat Forbes**, a responsabilidade pela utilização de artifício destinado a induzir e manter a Votorantim Comercial Exportadora e Importadora Ltda. em erro, através da distribuição irregular de negócios no mercado futuro de dólar comercial na BM&F, com a finalidade de obter vantagem ilícita de natureza patrimonial, caracterizando a realização de operações fraudulentas, conforme conceituadas no inciso II, alínea "c", da Instrução 08/79, e contrariando o inciso I dessa mesma instrução;

(iv) **Sérgio de Almeida Lamunier**, a responsabilidade pela utilização de artifício destinado a induzir e manter a Votorantim Comercial Exportadora e Importadora Ltda. em erro, através da distribuição irregular de negócios no mercado futuro de dólar comercial na BM&F, com a finalidade de obter vantagem ilícita de natureza patrimonial, caracterizando a realização de operações fraudulentas, conforme conceituadas no inciso II, alínea "c", da Instrução 08/79, e contrariando o inciso I dessa mesma instrução;

(v) **Carlos Ciampolini**, a responsabilidade por não proceder ao controle formal das ordens de negociação, tanto no que tange à sua emissão quanto à sua execução, conforme preconizava o art. 5º do Regulamento de Operações da BM&F, à época dos fatos aqui constatados, c/c o item IV da Resolução CMN 1.645/89; e

(vi) **Indusval S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários**, a responsabilidade (a) por não proceder ao controle formal das ordens de negociação, tanto no que tange à sua emissão quanto à sua execução, conforme preconizava o art. 5º do Regulamento de Operações da BM&F, à época dos fatos aqui constatados, c/c o item IV da Resolução CMN 1.645/89; e (b) pela celebração de contrato com a C&F2 Agentes Autônomos de Investimento S/C para a distribuição e mediação de títulos e valores mobiliários, sem a devida comunicação à CVM, conforme parágrafo único do art. 3º da Instrução CVM 355/01.

#### Das defesas

15. Todos os indiciados foram devidamente intimados para apresentação de razões de defesa, conforme se comprova dos avisos de recebimento acostados às fls. 707 a 712 e 721.

16. Em razão de pedidos de prorrogação de prazo para apresentação de defesa, protocolados por alguns dos indiciados, a Superintendência de Fiscalização Externa concedeu novo prazo até o dia 15.10.2005 (fls. 737 e 739).

#### Da defesa de Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo e João Antonio Porchat Forbes

17. Em 14.10.2005, foi protocolada defesa conjunta de Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo e João Antonio Porchat Forbes, através da qual foram apresentadas as alegações que seguem.

18. Preliminarmente, a defesa julgou a acusação inepta, porque não individualizou as condutas dos indiciados e não explicitou os procedimentos supostamente irregulares, invertendo assim o ônus da prova.

19. Os defendentes chamaram atenção para o fato de serem profissionais de mercado há mais de 20 anos, sem nunca terem respondido a processo administrativo na CVM. Além disso, ressaltaram a importância da conquista da Vocex como cliente.

20. De acordo com os indiciados, o mercado futuro de dólar da BM&F apresentou grande liquidez e volatilidade no período entre outubro de 2002 e setembro de 2003. Neste ambiente, a Vocex atuou sempre como *hedger* e, temporariamente, como *day trader*.

21. Os acusados alegaram que devido ao grande porte da Corretora, eles atendiam a um grande número de clientes por dia. No entanto, assim como era feito com a maioria de seus clientes, o cumprimento e a confirmação das operações da Vocex eram feitos com Bernardo Clemente da Fonseca Neto na linha telefônica. Ressaltaram ainda que as ordens recebidas da Vocex jamais foram questionadas, devido ao objetivo das operações (*hedge*) e à importância do controlador da Vocex (maior grupo econômico brasileiro), razão pela qual se supunha existência de respaldo técnico para as ordens dadas.

22. Quanto às operações realizadas por Bernardo Clemente da Fonseca Neto, os indiciados afirmaram que ele atuava como *day trader*, dentro de limite operacional e que passava as ordens para sua carteira pessoal em momentos distintos daqueles em que ordenava as operações da Vocex.

23. No que toca à especificação para a BM&F, os indiciados informaram que as ordens eram cumpridas e confirmadas com o cliente na linha e todas as informações referentes a essas operações eram passadas a Sérgio de Almeida Lamunier, que ficava encarregado de informar à BM&F os comitentes daquelas operações, o que, não raro, ocorria após o fechamento do pregão.

24. Os defendentes lembraram que o presente processo teve início com a constatação, por parte da CVM, da existência de ajustes positivos e negativos expressivos entre clientes da Corretora, em operações no mercado futuro de dólar da BM&F, tendo sido determinado que eles fossem investigados.

25. De acordo com os acusados, o que ocorreu durante as investigações foi a constatação de um fato, qual seja: a ocorrência de ajustes positivos e negativos decorrentes de negócios realizados na BM&F. A CVM teria então formulado uma hipótese: operações fraudulentas tiveram curso, com o objetivo de obter lucros para os envolvidos e imputar prejuízos à Vocex. A partir daí, todas as investigações e levantamentos de dados passaram a ser norteados pela convicção de que teria ocorrido um ilícito. *"Enfim, transformou-se hipótese em tese – a investigação não se dirigiu à descoberta, mas à mera comprovação."* (...) *sem considerar as demais hipóteses, os ajustes positivos não podem ser legítimos e os negativos somente poderiam representar indevido prejuízo"* (fl. 753).

26. Segundo os acusados, tudo o que pudesse atrapalhar a conclusão previamente estabelecida passou a ser ignorado. Não haveria, por exemplo, nenhuma razão para excluir da investigação todos os outros clientes da Corretora que tiveram ajustes positivos no período, pois *"(...) todos são profissionais de mercado, obtiveram ganhos através de day trades, no mesmo mercado em que a VOCEX teve ajuste negativo (...)"* (fl. 754).

27. Além disso, os indiciados alegaram a impossibilidade de se considerar ajustes diários sobre posições hedgeadas como prejuízo. De acordo com os defendentes, o suposto prejuízo de R\$ 6.253.867,25, se tivesse sido objeto de análise isenta, constataria o seguinte:

*"a) só foram praticados day trades pela VOCEX nos dias 4, 11, 13, 18, 19, 20 e 21 de novembro de 2002, 4, 5, 9, 12, 16, 17, 18, 19, 20 e 27 de dezembro de 2002, 2, 3, 8, 10, 22, 23 e 24 de janeiro de 2003 e 25 de fevereiro de 2003 – fls. 33 a 41;*

*b) não houve day trades a partir de março de 2003, segundo determinação da própria VOCEX e fato sobre o qual não foi levantada qualquer dúvida; e*

*c) a soma dos ajustes, positivos e negativos, em tais pregões, resulta no ajuste negativo de inexpressivos R\$ 68.250,00."* (fl. 756).

28. Os defendentes afirmaram que a idéia de "seguro" contida no Relatório de Acusação esbarra em alguns problemas: *"(...) pressupõe, no mínimo, a leniência de corretora quanto a seus sistemas de controle; pressupõe que o digitador das especificações dos comitentes à BM&F tenha se prestado a fazer comunicação diversa da correta; pressupõe que o operador que atendia à VOCEX tenha alterado as ordens; pressupõe que o sócio deste operador também se inseriu no esquema; pressupõe que o representante da VOCEX esteja pilotando isto tudo, fazendo com*

que os day trades perdedores fiquem com ela e os lucrativos na conta de todo mundo. (...) pressupõe, também, que diretores de dois níveis acima do Sr. Bernardo, que fiscalizavam as operações foram enganados." (fl. 757).

29. Esta última pressuposição fez com que os acusados afirmassem que seria inadmissível que se pensasse que a "VOCEX, empresa integrante de um dos maiores grupos econômicos do país, tradicionalmente conservador e de competência notória, seja administrada por néscios." (fl. 758).

30. Os defendentes alegaram que sempre operaram no mercado futuro de dólar na BM&F, continuam operando e pretendem continuar a operar. Segundo eles: "Não há nenhuma irregularidade em ter ajustes positivos, seja lá com que frequência ou proporcionalidade venham eles a ocorrer." (fl. 760). E ainda sustentaram que haveria uma impossibilidade aritmética na tese de que os prejuízos sofridos pela Vocex teriam sido causados pelos ganhos dos acusados neste processo, devido à diferença de valores: R\$ 68.250,00 e R\$ 410.347,00, respectivamente.

31. De acordo com os defendentes, o mercado de dólar futuro teve grande liquidez, volatilidade e tendência muito clara, na época das operações em questão, os quais seriam elementos importantes para as decisões de investimento. Além disso, as taxas de performance de Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo e João Antonio Porchat Forbes não teriam se alterado significativamente após o término das operações da Vocex: 94,9% para 87,5% e 96,7% para 81,8%, respectivamente.

32. Os indiciados reafirmaram, por fim, que a acusação pecou pela ausência de individualização da culpa e pela inversão do ônus da prova.

#### Da defesa de Sérgio de Almeida Lamunier

33. Em 14.10.2005, foi protocolada defesa de Sérgio de Almeida Lamunier em que são trazidas, ao conhecimento desta autarquia, as alegações que seguem.

34. Preliminarmente, o acusado afirmou ser a acusação carente de validade, devido a sua "inépcia omissiva" (fl. 774). De acordo com o defendente, a acusação deve imputar ao acusado fato culpável, procedimento que, neste caso, não ocorreu, pois ele estaria sendo acusado de obter ajustes positivos no mercado futuro de dólar da BM&F. Além disso, a acusação não teria individualizado a culpa do indiciado.

35. Ainda preliminarmente, a defesa sustentou a ausência de documentos probatórios que embasassem a imputação feita. De acordo com o indiciado, esta conduta caracterizaria o descumprimento aos princípios constitucionais da moralidade e da legalidade, configurando abuso de poder na atuação da CVM.

36. No mérito, o acusado afirmou que, conforme consta dos autos, sua função na Corretora era de "digital as informações que recebia dos demais operadores, acerca dos negócios realizados por eles." (fl. 776). Ou seja, as especificações das ordens eram feitas pelos clientes da Corretora e seus operadores, cabendo ao acusado informar à BM&F a respeito das operações, atividade sobre a qual não teria se comprovado qualquer irregularidade.

37. Além disso, o indiciado informou que realizava operações em seu nome, fato que também não configuraria nenhum tipo de ilícito, nem mesmo caso se auferisse, como era o caso, 100% de êxito em seus negócios.

38. O defendente destacou que manteve contatos telefônicos com Bernardo Clemente da Fonseca Neto por uma ou duas vezes durante o período examinado, ocasiões em que acatou ordens de operações da Vocex.

39. De acordo com o indiciado, a acusação tenta estabelecer uma conexão entre seus negócios e as operações da Vocex, no entanto, mesmo após a saída da Vocex do mercado futuro de dólar da BM&F, o defendente continuou operando obtendo êxito em 96% de suas operações, diferença irrisória se comparado aos 100% conseguidos no período em que a Vocex operava.

40. Por fim, o indiciado julgou improcedente a acusação por não se ter estabelecido a culpa no caso concreto, além de ter sido violado o princípio da finalidade motivada e de não se ter alcançado claramente a identificação dos elementos de autoria e materialidade nas supostas infrações investigadas, conforme preceitua a Deliberação 457/02.

#### Da defesa de Bernardo Clemente da Fonseca Neto

41. Também em 14.10.2005, foi protocolada a defesa de Bernardo Clemente da Fonseca Neto, através da qual foram expostas as seguintes alegações.

42. Primeiramente, o acusado atribui as diversas falhas constatadas, na condução das investigações, ao fato de a CVM ter recentemente adquirido a função de regular e fiscalizar os negócios ocorridos na BM&F. Para ele: "Guardam

(...) o Mercado de Valores Mobiliários e Mercado de Derivativos, especialmente no que diz respeito ao tipo de comitentes e à forma dos negócios, distância que não deve ser ignorada e, menos ainda, desprezada." (fl. 787).

43. Quanto à comunicação ao Ministério Público Federal ("MPF"), sob o fundamento de existência de indícios de crime de ação penal pública, o acusado lembrou que: (i) a decisão sobre tal comunicação deveria caber ao Colegiado, no momento do julgamento do inquérito, para se evitar contradições internas (ex.: Colegiado absolve os indiciados, mas os fatos já foram comunicados ao Ministério Público); (ii) houve num primeiro momento uma variedade de interpretações sobre o enquadramento penal dos fatos, o que já recomendaria uma certa cautela; e (iii) a tipificação efetuada (infração ao art. 9º da Lei 7.492/86, que trata sobre a inserção de declaração falsa ou diversa em documento comprobatório de investimento) requer a produção de vestígios, prova que não foi apontada ou sequer mencionada.

44. O defendente lembrou que o fato que deu origem à instauração do presente inquérito foi a constatação de ajustes positivos de grande monta em operações realizadas por ele e ajustes negativos em operações atribuídas à Vocex. A partir de seu índice de acerto de 100% nas operações no mercado futuro de dólar da BM&F, teria se passado a presumir a irregularidade dos negócios realizados por ele.

45. Sustentou o defendente que cabe à administração o ônus de provar a veracidade da imputação que lhe foi feita, ressaltando ainda a existência de falhas na investigação, como ter sido feito levantamento de outros comitentes que obtiveram ganhos elevados operando pela Corretora, no mesmo mercado e período, mas tendo sido levados em consideração somente aqueles que comprovariam a tese da acusação da ocorrência de "seguro".

46. Quanto à tese do "seguro", o defendente alegou que este jamais existiu e que a diferença de performance entre ele e a Vocex deveu-se a estratégias diversas: Bernardo Clemente realizava operações *day trades* sobre as quais tinha total controle, diferentemente de quando fazia para a Vocex, que se inseria em outro contexto (hedge).

47. O acusado ressaltou ainda que o suposto prejuízo causado à Vocex, em verdade não existiu. Alegou, em seu benefício, que se trata de empresa controlada pelo Grupo Votorantim, maior grupo industrial brasileiro e, atualmente, grande grupo financeiro. Assim, não restariam dúvidas de que os valores envolvidos nas operações tratadas nesses autos passaram por severo e permanente processo de auditoria, não tendo sido constatada nenhuma irregularidade.

48. Transcreveu o defendente, trechos do parecer emitido pelo consultor, Gilberto de Souza Biojone Filho (fls. 837 a 858), sobre a possibilidade de desvio sistemático, no cumprimento de ordens de negociação da Vocex, tendo o mesmo se manifestado no sentido de que:

(i) *"Ao longo de todo o período examinado pela Comissão de Inquérito da CVM não há registro de qualquer reclamação sobre a execução das ordens e seus resultados."*

(ii) *"Nos depoimentos tomados pela Comissão de Inquérito da CVM também não encontramos qualquer referência a problemas com a execução das ordens de negociação."*

(iii) *"Um cliente desse nível, assediado por diversas corretoras concorrentes, que selecionou a Indusval após processo de negociação minuciosa e detalhada de custos, não deixaria passar em branco erros de execução ou operações ruinosas para seu patrimônio."* (fl. 833).

49. Em seguida, remeteu-se novamente ao mencionado parecer, em que o consultor declara que não há qualquer evidência de prejuízo à Vocex.

#### Da defesa de Indusval S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários e Carlos Ciampolini

50. Em 17.10.2005, foi protocolada defesa conjunta da Corretora e de Carlos Ciampolini, diretor da Corretora, apresentando as razões que seguem.

51. Primeiramente, a defesa informou que, no final de 2002, foi diagnosticado um tumor maligno em um dos pulmões do acusado Carlos Ciampolini, razão pela qual este teve periodicamente afastado de suas funções, para internação e tratamentos, até o início de 2005.

52. Quanto à acusação de não comunicação à CVM da celebração de contrato de distribuição e mediação de valores mobiliários com a C&F2, em infração ao parágrafo único do art. 3º da Instrução 355/01, os acusados atribuíram esse fato a um "lapso". Segundo os indiciados, trata-se de erro escusável com base no princípio da insignificância, tendo em vista que: (i) não houve prejuízo de qualquer natureza; (ii) o ato em questão não foi intencional; (iii) a Corretora reparou a omissão tão logo tomou conhecimento do ilícito; e (iv) a Corretora não tirou qualquer proveito da falta de comunicação.

53. No que toca à acusação de infração ao art. 5º do Regulamento de Operações da BM&F, à época dos fatos, combinado com o item IV da Resolução CMN 1.645/89, por não procederem ao controle formal das ordens de negociação, tanto no que tange à sua emissão quanto à sua execução, os indiciados apresentaram diversas razões para se considerar essa imputação *"infundada e imprópria"* (fl. 1.141).
54. De acordo com eles, houve uma multiplicidade de mandamentos que tiveram regência no período analisado. De 01.10.2002 a 30.01.2003, teve vigência a Instrução 220/94, que permitia às corretoras estabelecerem suas próprias regras de controle de emissão e execução de ordens. Depois da citada instrução vieram as Instruções 382/03 e 387/03, as quais acabaram por remeter a matéria à Instrução 220/94, por um período que compreende o ora analisado. Entretanto, como a acusação jamais mencionou a Instrução 220/94, não se poderia estabelecer uma pena em função desta regra, já que a acusação é vinculante.
55. Segundo os defendentes, o item IV da Resolução CMN 1.645/89 é inaplicável a este caso concreto, porque *"(...) refere-se a obrigação atribuível tão-somente a bolsas de mercadorias e de futuros, no que pertine a seu relacionamento com o Banco Central."* (fl. 1.143).
56. O Regulamento de Operações da BM&F também seria inaplicável, pois *"(...) no que respeita ao registro e recebimento de ordens, foi derogado pela Instrução CVM nº 220, que regeu a matéria e é-lhe hierarquicamente superior, para dizer o mínimo."* (fl. 1.143).
57. Além disso, os defendentes consideraram imprópria a acusação sob o ponto de vista formal, pois a conduta estabelecida no item IV da Resolução CMN 1.645/89 estaria subsumida pela previsão contida na Instrução 08/79. Como a acusação descreve a atuação irregular dos indiciados como uma conduta omissiva: *"teriam facilitado a realização das irregularidades, no âmbito da corretora."* (fl. 1.145), isso seria exatamente a ausência de controle formal das ordens, o que tornaria a subsunção inarredável.
58. Em relação à acusação de infração à Instrução 08/79, os indiciados alegaram que de acordo com o aspecto da *"Responsabilidade Objetiva e Culpabilidade"* (fl. 1.146), não se pode responsabilizar a Corretora e seu diretor responsável sem que haja a comprovação de culpa em suas atuações. De acordo com os indiciados, *"Mesmo no âmbito do Direito Administrativo Sancionador, o conceito de culpa presumida não é, nem pode ser, absoluto."* (fl. 1.147). No entanto, ainda de acordo com os defendentes, não foi imputada a eles infração de responsabilidade objetiva, mas comportamento culposo e específico: *"facilitarem a realização das irregularidades"* (fl. 1.152) e, portanto é dessa acusação que têm que se defender.
59. Segundo os acusados, não há prova nos autos que embase o *"(...) suposto comportamento culposo atribuído aos defendentes."* (fl. 1.152). Nenhuma falta de controle formal das ordens de negociação teria sido apontada pelo Relatório de Acusação, além disso, todos os procedimentos estariam de acordo com a regulamentação vigente à época.
60. Quanto à hipótese de facilitação dolosa, os acusados afirmam que não há, nem mesmo, insinuação dessa possibilidade nos autos. Não foram atribuídos negócios no mercado futuro de dólar da BM&F aos indiciados, restando claro que não auferiram nenhum proveito das supostas irregularidades, até porque não houve incremento nas taxas de corretagem.
61. Os defendentes apresentaram parecer de Affonso Celso Pastore, em que as seguintes afirmações são feitas:
- (i) a atuação de diretor responsável é restrita ao funcionamento dos sistemas da corretora;
  - (ii) não há relacionamento direto entre diretor responsável e clientes, razão pela qual o diretor não pode ser responsável por operações específicas;
  - (iii) o depoimento de Carlos Ciampolini de que chegou a questionar as altas taxas de performance dos outros acusados, mas contentou-se com as explicações fornecidas e considerou-as possíveis, comprova a correção da atuação do acusado; e
  - (iv) a acusação de que Bernardo Clemente da Fonseca Neto operava em nome da Vocex sem estar autorizado e a de que não foi comunicada à CVM a celebração de contrato entre a Corretora e a C&F2, são fatos que podem passar despercebidos, não se podendo acusar o diretor responsável de negligente.
62. Os indiciados ressaltaram que, à época dos fatos, o mercado futuro de dólar da BM&F *"(...) apresentou tendência nítida e consistente e elevada volatilidade, inclusive intra dia."* (fl. 1.161).



63. Analisando a condução do presente inquérito, os acusados lembraram que o fato que deu ensejo às investigações foi a constatação de ajustes positivos, por parte de Bernardo Clemente da Fonseca Neto, e negativos, por parte da Vocex. A seguir, teria se listado outros oito clientes da Corretora que, assim como Bernardo Clemente da Fonseca Neto, tiveram ajustes positivos consideráveis, no mesmo mercado e período. Desse grupo de clientes, descartou-se cinco, focando a investigação nos ora acusados.

64. Os defendentes consideraram: "(...) de extrema importância notar-se que a única informação trazida nos levantamentos efetuados foi essa: índices percentuais elevados de acerto em operações no Mercado de Dólar Futuro da BM&F, entre outubro de 2002 e setembro de 2003." (fl. 1.163). E, a partir daí, o inquérito teria se dedicado a comprovar a suposição de que teria havido irregularidades.

65. Segundo o parecer de Affonso Celso Pastore, "*O índice de acertos em operações de day trade não é, por si só, um elemento confiável para a suposição confiável de existência de qualquer tipo de irregularidade em negócios bursáteis.*" (fl. 1.164).

66. Ainda na opinião do parecerista, não se poderia ter comparado, como fez a acusação, operações de tipo *day trade* com ajustes provenientes de posições oriundas de *hedge*. E, além disso, o prejuízo atribuído à Vocex pelo Relatório de Acusação seria artificial, porque, da análise das planilhas acostadas às folhas 33 a 41, perceber-se-ia que os *day trades* praticados pela Vocex ocorreram no período de 04.11.2002 a 25.02.2003 e resultaram no ajuste negativo de R\$ 68.250,00, o que liquidaria a hipótese de ocorrência de "seguro".

67. Os defendentes lembraram, por fim, que não houve por parte da Vocex qualquer reclamação encaminhada à CVM, à BM&F ou, até mesmo, à Corretora, questionando a regularidade das operações realizadas.

#### Outros eventos

68. Diante da sugestão contida no item 83 do Relatório de Acusação (fl. 688), de notificar o MPF, a Vocex e a BM&F a respeito das irregularidades levantadas, o MEMO/CVM/CCP/56/05 (fl. 694) foi enviado à Procuradoria Federal Especializada ("PFE"), para que esta apresentasse sua manifestação.

69. Após manifestações em sentidos distintos (fls. 696 a 702), a PFE, através do MEMO/PFE-CVM/GJU-1/204/05, consolidou o entendimento de que as práticas averiguadas no presente inquérito caracterizam o tipo de crime previsto no artigo 9º da Lei 7.492/86, razão pela qual, por força dos artigos 26 e 28 da mesma lei, cópia dos autos deste inquérito deveriam ser encaminhados ao MPF. Além disso, opinou-se pela não comunicação, no atual estágio do processo, à Vocex e à BM&F, devido à ausência de julgamento conclusivo a respeito dos fatos (fls. 703 e 704).

É o relatório.

#### Voto

70. Este é um daqueles casos em que a acusação não obtém provas suficientes sobre a autoria e a materialidade da infração, embora a sua teoria seja plausível. É difícil que uma pessoa física – o indiciado Bernardo Clemente da Fonseca Neto - que opera em conta própria e também dá ordens em nome de uma pessoa jurídica – Votorantim Comercial Exportadora e Importadora Ltda. - obtenha resultado tão melhor em suas operações do que o resultado obtido por essa pessoa jurídica, em operações semelhantes, na mesma época. Os indiciaram reconheceram que ordens foram realmente especificadas após o encerramento do pregão, mas informaram que elas foram especificadas de forma correta. A acusação apenas pressupôs a atribuição, quando da especificação das operações, das operações que geraram resultado positivo aos indiciados e as que apresentaram resultado negativo à sociedade para a qual o indiciado Bernardo Clemente trabalhava sem comprovar nos autos (ou apresentar indícios suficientes que permitissem tal conclusão).

71. A coerência e plausibilidade da teoria da acusação, no entanto, não são suficientes para sancionar a conduta de qualquer pessoa em um Estado de Direito. Faz-se necessário comprovar a teoria, não pela simples demonstração do resultado das operações ou pela demonstração de que a performance dos indiciados diminuiu substancialmente após a saída do indiciado Bernardo Clemente da sociedade para qual trabalhava, como fez a acusação, mas a partir de provas admitidas em direito. A coerência entre o resultado obtido e o *modus operandi* pressuposto pela acusação apenas demonstra a coerência de sua tese, mas não a comprova. Inexistentes esses resultados, a teoria não seria nem mesmo crível. Por esse motivo, o fato de os outros indiciados que teriam se beneficiado dessa especificação "não conforme" das ordens serem pessoas necessárias à implementação dessa especificação vai ao encontro da tese da acusação, mas também não é prova.

72. No caso concreto, imputou-se aos indiciados o induzimento da Votorantim Comercial Exportadora e Importadora

Ltda. a erro. Essa sociedade ou seus administradores não afirmaram ou confirmaram que teriam sido induzidos a erro. Isso enfraquece a tese da acusação de forma substancial e autoriza (embora não determine) a conclusão de que não houve induzimento a erro e, talvez, as ordens tenham sido especificadas de forma correta, embora após o encerramento do pregão.

73. Como se disse de forma mais genérica acima, não se comprova nos autos ou se apresenta indícios suficientes de que o indiciado Bernardo Clemente da Fonseca Neto e pessoas ligadas à indiciada Indusval S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários especificaram de forma incorreta as ordens. A esse respeito, os depoimentos dos envolvidos foram coerentes e não fornecem elementos suficientes para que se conclua pela fraude. O indiciado Bernardo Clemente, por exemplo, informa que dava ordens em nome próprio e em nome da sociedade para qual trabalhava em momentos diferentes (fl. 637). Esse procedimento também foi confirmado no depoimento de Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo (fl. 638). Já os funcionários da indiciada Corretora deram a mesma explicação sobre a especificação das ordens que, embora não revelem a melhor prática, já que confirmavam a especificação das ordens após o encerramento do pregão, não permite concluir pela fraude (fls. 638 a 643, nos depoimentos de Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo, João Antonio Porchat Forbes e Sérgio de Almeida Lamunier).

74. Além disso, para que uma acusação que se baseia na especificação em desacordo com as ordens dadas possa prosperar faz-se necessário indicar quais operações teriam sido especificadas erroneamente, as datas em que eles teriam ocorrido e a forma por meio da qual essa especificação errônea foi implementada. Há, nos autos, apenas a lista com todas as operações realizadas, mas não essas informações.

75. Como se vê, não há nos autos provas que confirmem a teoria acusatória. Em virtude dessa falta de provas, não vejo como condenar os indiciados Bernardo Clemente da Fonseca Neto, Carlos Eduardo Brito de Ávila Camargo, João Antonio Porchat Forbes e Sérgio de Almeida Lamunier, pela utilização de artifício destinado a induzir e manter a Votorantim Comercial Exportadora e Importadora Ltda. em erro, através da distribuição irregular de negócios no mercado futuro de dólar comercial na BM&F, com a finalidade de obter vantagem ilícita de natureza patrimonial, caracterizando a realização de operações fraudulentas, conforme conceituadas no inciso II, alínea "c", da Instrução 08/79, e contrariando o inciso I dessa mesma instrução.

76. Com essa absolvição, restam duas imputações. A primeira delas foi feita à Indusval S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários e a Carlos Ciampolini pela ausência de controle formal das ordens de negociação, tanto no que tange à sua emissão quanto à sua execução, conforme preconizava o art. 5º do Regulamento de Operações da BM&F, à época dos fatos aqui constatados, c/c o item IV da Resolução CMN 1.645/89<sup>2</sup>.

77. Quanto a essa imputação, o item IV da Resolução CMN 1.645/89 contém norma dirigida à Bolsa de Mercadorias e Futuros, não podendo ser utilizada para punir diretamente o intermediário. Essa situação é semelhante à do art. 3º da Instrução 220/94, com relação à qual, já se pacificou esse entendimento (ver IA SP 2001/034, IA SP 2001/240 e PAS RJ 2003/0823, dentre outros).

78. Essa norma também não parece ser suficiente para que a CVM puna corretoras em razão do descumprimento de disposição do regulamento de operações da BM&F. Isso porque o art. 11<sup>3</sup> da Lei 6.385/76 permite que a CVM aplique sanções em razão de descumprimento da Lei 6.385/76, da Lei 6.404/76, das normas por ela editadas e outras normas cuja guarda lhe tenha sido conferido. Mesmo sem analisar se uma norma editada pelo Conselho Monetário Nacional pode conferir competência para que a CVM aplique sanções com base em regulamento da BM&F, é possível dizer que o Conselho Monetário Nacional não pretendeu outorgar tal competência à CVM. Isso porque, ao tratar dela, a Resolução CMN 1.645/89, apenas conferiu poderes para a CVM "a) *suspender a execução de normas adotadas pelas bolsas de mercadorias e de futuros, julgadas inadequadas ao seu regular funcionamento, e determinar a adoção daquelas que considere necessárias*; b) *sustar a aplicação de decisões das bolsas de mercadorias e de futuros, no todo ou em parte*; c) *decretar o recesso de bolsas de mercadorias e de futuros, com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais de mercado, definidas na regulamentação vigente*; d) *adotar outras medidas que entender necessárias ao bom funcionamento do mercado*" (item V da Resolução CMN 1.645/89). Além disso, o item III dessa resolução determinou que a fiscalização direta das corretoras (associados, na terminologia da resolução) foi conferida à própria BM&F<sup>4</sup>. Em razão desse dispositivo, o papel reservado à CVM pela Resolução CMN 1.645/89 parece ser apenas o de fiscal da atuação fiscalizadora da BM&F, uma vez que o item III apenas obriga à BM&F manter à disposição da CVM os relatórios de inspeção.

79. A última imputação foi feita apenas à Indusval S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários. Refere-se à ausência de comunicação à CVM da celebração de contrato com a C&F2 Agentes Autônomos de Investimento S/C para a distribuição e mediação de títulos e valores mobiliários, conforme determina o parágrafo único do art. 3º da Instrução CVM 355/01. Essa infração foi reconhecida pela indiciada, que se defendeu argumentando que não houve prejuízo, não houve proveito próprio e que a irregularidade foi corrigida após a CVM demonstrar o equívoco de

procedimento.

80. Os argumentos da indiciada são relevantes para a fixação da pena, mas entendo que não são suficientes para determinar a isenção de responsabilidade pela infração. Esses argumentos poderiam ser válidos se estivéssemos falando de um contrato dentre muitos similares que a indiciada possuía, como seria o caso da ausência de atualização de uma ou outra ficha cadastral dos clientes da indiciada. Mas não é o caso, uma corretora não possui tantos contratos de agente autônomo que justifiquem desconsiderar a infração por ausência de culpa (negligência).

81. Com base no acima exposto, voto por advertir a Indusval S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários por deixar de comunicar à CVM a celebração de contrato com a C&F2 Agentes Autônomos de Investimento S/C para a distribuição e mediação de títulos e valores mobiliários, conforme parágrafo único do art. 3º da Instrução CVM 355/01.

82. Voto, também, pela absolvição dos demais indiciados e da Indusval S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários das outras infrações.

É como voto.

Rio de Janeiro, 20 de junho de 2006.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor-Relator

*1 Verbis: "IV - As bolsas de mercadorias e de futuros deverão, no prazo de 30 (trinta) dias contados da data da entrada em vigor desta Resolução, encaminhar ao Banco Central, juntamente com o estatuto social, seu regulamento e demais normas operacionais, assim como comunicar, de imediato, eventuais alterações introduzidas nesses documentos. As normas operacionais relacionadas com valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei n. 6.385, de 07.12.76, e alterações respectivas, deverão ser encaminhadas à Comissão de Valores Mobiliários, observados os mesmos prazos de que trata este item".*

*2 Verbis: "IV - As bolsas de mercadorias e de futuros deverão, no prazo de 30 (trinta) dias contados da data da entrada em vigor desta Resolução, encaminhar ao Banco Central, juntamente com o estatuto social, seu regulamento e demais normas operacionais, assim como comunicar, de imediato, eventuais alterações introduzidas nesses documentos. As normas operacionais relacionadas com valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei n. 6.385, de 07.12.76, e alterações respectivas, deverão ser encaminhadas à Comissão de Valores Mobiliários, observados os mesmos prazos de que trata este item".*

*3 Verbis: "Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: (...)".*

4 Ver item III da Resolução CMN 1.645/89, que tem a seguinte redação: "III - Com vistas ao atingimento de seus objetivos, deverão as bolsas de mercadorias e de futuros promover a fiscalização direta e ampla de seus associados, podendo, para tanto, examinar livros e registros de contabilidade e outros papéis ou documentos ligados às atividades desses, mantendo à disposição do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários os relatórios de inspeção elaborados por seus fiscais ou auditores".

**Voto proferido pelo Diretor Wladimir Castelo Branco Castro na Sessão de Julgamento do dia 20 de junho de 2006.**

Eu acompanho o voto do relator, senhor presidente.

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor

**Declaração de voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade na sessão de julgamento de 20 de junho de 2006**

1. Eu também acompanho o voto do Diretor Relator. Acho importante ressaltar — até porque a defesa continuou insistindo no tema da Tribuna — que, embora a empresa do Grupo Votorantin tenha se posicionado diversas vezes em *hedge*, não são essas as operações que estão sendo analisadas nesse processo, mas sim as negociações de *day trade* envolvendo a Votorantin.

2. Na verdade, um pequeno volume era negociado em *day trade*, o que, comparado ao grande volume que ela operava, poderá ter dificultado a percepção, pela empresa, de que, em algumas operações menos expressivas, ela era reiteradamente perdedora, enquanto seu operador era, reiteradamente, ganhador.

3. Também acho importante ressaltar que, atualmente, esses procedimentos de negociação foram sensivelmente modificados pela regulamentação da CVM e pela própria auto-regulamentação da Bolsa, de maneira a reprimir a especificação tardia de ordens, ou a ausência de controle de numeração e seqüência de ordens (ou de gravação, alternativamente facultada pela Instrução CVM nº 387/03).

4. É de notar-se, ainda, que a relação entre o senhor Bernardo Clemente da Fonseca Neto e a Votorantin, de que era empregado, foge ao alcance da fiscalização da CVM. Assim, é preciso fazer uma distinção: o corretor recebia ordens da empresa, através de um preposto reconhecido pela própria empresa como tal (Bernardo Clemente da Fonseca Neto), que dava ordens em nome da empresa do Grupo Votorantin. Mas, como foi dito aqui, a empresa do Grupo Votorantin não negou a existência dessas ordens; ela reconhece que as ordens partiram de alguém autorizado a dá-las.

5. Assim, a corretora, atuando em nome de um seu cliente absolutamente qualificado e capaz, dele recebeu ordens e as executou — ordens de pequena monta, na medida dos *day trade*, que não se confundiam com as grandes operações de *hedge*. Aquelas negociações *day trade* não obrigavam, necessariamente, a uma reação da corretora, mesmo porque havia, de fato, uma pessoa autorizada à frente do cliente. Tais ordens, ademais, eram realizadas contra o mercado. Contudo, as operações revelaram-se quase sempre perdedoras para uma pessoa e quase sempre ganhadoras para o representante dessa mesma pessoa, e foi isso que levantou a suspeita de especificações das ordens *a posteriori*, com destinação dos resultados ganhadores a uma das pontas, e das perdas à outra.

6. Feitas essas observações, eu acompanho o voto do Diretor Relator. Informo aos indiciados absolvidos que a CVM interporá recurso de ofício ao Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional; e à Indusval, apenas com advertência, que poderá interpor recurso voluntário àquele mesmo Conselho, no prazo regulamentar.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente