

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

**CVM Nº 03/95**

**Acusados:** Aristeu Zanúncio

Banco de Montreal S.A. – Montrealbank (atual HSBC Investment Bank S.A. – Banco de Investimento)

Banco Indusval S.A.

Carlos Ciampolini

Cezar Maurício Cossenza Júnior

Indusval S.A. CTVM

José Renato Ribeiro Mendes

Luiz Masagão Ribeiro

Montrealbank S.A. DTVM (atual HSBC CTVM S.A.)

Pedro Henrique Tinoco Duarte

**Ementa:** **Operação de *day-trade*: quebra de prioridade na execução de ordens de venda registradas no mesmo horário, em infração à alínea a do inciso II do artigo 11 da Instrução CVM nº 33/84, vigente à época do fato (fevereiro de 1992). Multas.**

**Realização de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários, uso de prática não-equitativa e criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários, conforme definidas nas alíneas c, d e a, do item II, e vedadas pelo item I, ambos da Instrução CVM nº 08/79. Absoluções.**

**Realização de operações em bolsa de valores por agentes autônomos de investimento em seus próprios nomes, em infração ao disposto no item XIII, alínea a, da Resolução CMN nº 238/72. Absoluções.**

**Absoluções do Banco de Montreal S.A. – Montrealbank, da Montrealbank S.A. DTVM e de Aristeu Zanúncio, diretor responsável pela administração das carteiras, das imputações de terem deixado de desempenhar suas atribuições de modo a atender aos objetivos de investimento dos titulares das carteiras; de não terem empregado todo zelo e cuidado necessários no exercício de suas atividades; e de terem negligenciado em relação aos interesses das carteiras, em infração aos itens I, II, IV do artigo 10 e ao item IX do artigo 11 da Instrução CVM nº 82/88.**

**Decisão:** Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e no artigo 11 da Lei nº 6.385/76, por unanimidade de votos decidiu:

1. em sede preliminar, rejeitar tanto a alegação de prescrição dos fatos investigados no presente processo administrativo e a alegação de que o prazo de 90 dias para a conclusão do inquérito não teria sido observado;
2. aplicar à acusada Indusval S.A. CTVM e ao seu diretor Luiz Masagão Ribeiro a pena de multa pecuniária individual no valor de R\$ 33.828,89 (trinta e três mil, oitocentos e vinte e oito reais e oitenta e nove centavos), correspondente a 30% do valor da operação de venda das ações PN de emissão da Papel Simão realizada em 12.02.93 por José Renato Ribeiro Mendes, por infração à alínea a do item II do artigo 11 da Instrução CVM nº 33/84,

com base no inciso II c/c o § 1º, inciso II, do artigo 11 da Lei nº 6.385/76;

3. absolver os acusados Indusval S.A. CTVM, Banco Indusval S.A., Luiz Masagão Ribeiro, Carlos Ciampolini, José Renato Ribeiro Mendes, Pedro Henrique Tinoco Duarte e Cezar Maurício Cossenza Júnior, da imputação de infração ao item I, conforme definido no item II, alíneas a, c e d, da Instrução CVM nº 08/79;
4. absolver os acusados José Renato Ribeiro Mendes e Pedro Henrique Tinoco Duarte da imputação de infração à alínea a do item XIII da Resolução CMN nº 238/72;
5. absolver os acusados Banco de Montreal S.A. – Montrealbank (atual HSBC Investment Bank S.A. – Banco de Investimento), Montrealbank S.A. DTVM (atual HSBC CTVM S.A.) e Aristeu Zanúncio, da imputação de infração aos itens I, II e IV do artigo 10 e ao item IX do artigo 11, ambos da Instrução CVM nº 82/88;
6. excluir o acusado Banco Indusval S.A. e seu diretor presidente Luiz Masagão Ribeiro da imputação de infração à alínea a do item II do artigo 11 da Instrução CVM nº 33/84, e o acusado Cezar Maurício Cossenza Júnior da imputação de infração à alínea a do item XIII da Resolução CMN nº 238/72, por terem sido indiciados indevidamente devido a erro na intimação.

Os acusados punidos terão 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 o acusado Aristeu Zanúncio, o advogado Marcos Masenello Restrepo, representante legal dos acusados Aristeu Zanúncio, HSBC CTVM S.A. (ex-CCF Brasil DTVM e ex-Montrealbank S.A. DTVM) e HSBC Investment Bank S.A. – Banco de Investimento (ex-Banco CCF Brasil S.A. e ex-Banco de Montreal S.A. – Montrealbank), assim como o advogado Mário Luiz Pereira Carreira Miguel, representante legal dos acusados Banco Indusval S.A., Carlos Ciampolini, Indusval S.A. CTMV e Luiz Masagão Ribeiro.

Presente à sessão de julgamento a procuradora-federal Luciana de Pontes Saraiva, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram do julgamento os Sergio Weguelin, relator, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana e o presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 22 de agosto de 2006.

Sergio Weguelin

Diretor-relator

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão de Julgamento

## RELATÓRIO

### Dos fatos

1. O presente processo surgiu a partir da constatação pela área de acompanhamento de mercado da CVM de os Srs. Cezar Maurício Cossenza Júnior<sup>1</sup> e José Renato Ribeiro Mendes<sup>2</sup>, ambos operando pela Indusval Corretora, terem adquirido 80% das ações PNA de emissão da Aracruz negociadas em 20.01.93 no pregão da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA ao preço médio de Cr\$28.006,76 que foram vendidas no início do pregão do dia 21.01.93 para carteiras administradas pelo Grupo Montrealbank, no caso Banco de Montreal e Montrealbank DTVM, aos preços de Cr\$29.999,99 e Cr\$30.000,00, os maiores praticados naquele pregão, que não se sustentaram e retornaram ao preço mínimo do dia anterior (Cr\$28.000,00) (fls. 32/33).
2. Posteriormente, verificou-se que o Sr. José Renato atuara novamente no período de 05 a 10.02.93, auferindo lucros significativos, tendo também como contrapartes freqüentes carteiras administradas pelo Grupo

Montrealbank, negociando ações PN de emissão da Eucatex e ON de emissão da Eternit (fls. 40).

3. As investigações então realizadas na Corretora Indusval detectaram que as compras eram liquidadas financeiramente com recursos oriundos de financiamentos obtidos junto ao Banco Indusval, que, por sua vez, eram quitados com o produto das respectivas vendas (fls. 43/49).
4. Em seguida, foram detectadas diversas outras operações semelhantes em nome dos dois comitentes da Indusval, bem como de Pedro Henrique Tinoco Duarte<sup>3</sup>, todas dotadas das mesmas características, envolvendo normalmente ações que apresentavam pouca liquidez, que eram negociadas com um intervalo de um ou dois dias entre a compra e a venda e geravam sempre grandes lucros, tendo como contrapartes freqüentes carteiras administradas pelo Grupo Montrealbank (fls. 133/134 e 154/155). Às fls. 286/295, encontra-se a relação completa das operações.
5. Diante dos indícios da prática de irregularidades, foi aprovada pelo Colegiado a abertura de inquérito administrativo para apurar a eventual ocorrência de manipulação de preços e de prática não-eqüitativa, conceituadas nas alíneas "b" e "d" do item II da Instrução CVM Nº 8/79 e vedadas pelo item I da mesma Instrução, bem como para apurar a eventual ocorrência de descumprimento aos procedimentos determinados pela Instrução CVM Nº 33/84. O Colegiado autorizou também que fosse solicitada por via judicial a quebra do sigilo bancário dos três comitentes (fls. 02/15).
6. Concluídas as investigações, a Comissão de Inquérito elaborou o seu Relatório em que se destaca o seguinte (fls. 2015/2094):
  - a. o Sr. José Renato Ribeiro Mendes realizou no primeiro semestre de 1993 um conjunto de 18 operações, descritas às fls. 2025/2058, envolvendo ações de emissão das seguintes empresas: Antartica, Aracruz, Arno, Banco Nacional, Belgo Mineira, Caemi, Copene, Ericsson, Eternit, Eucatex, Mannesmann, Papel Simão e Suzano; essas operações, que envolvem a atuação na contraparte quase que integralmente carteiras administradas pelo Grupo Montrealbank na compra ou na venda, foram responsáveis por 90,54% do lucro por ele obtido no período, equivalente a US\$342,943.04; os demais negócios, que representaram 39,47% dos investimentos, foram responsáveis por apenas 9,46% do lucro;
  - b. o Sr. Pedro Henrique Tinoco Duarte realizou no primeiro semestre de 1993 um conjunto de 7 operações, descritas às fls. 2064/2075, envolvendo ações de emissão das seguintes empresas: Antartica, Banco Nacional, Belgo Mineira, Itausa e Suzano; essas operações, que envolvem a atuação na contraparte quase que integralmente carteiras administradas pelo Grupo Montrealbank na compra ou na venda, foram responsáveis por 100% do lucro por ele obtido no período, equivalente a US\$164,480.62;
  - c. o Sr. Cezar Maurício Cossenza Júnior realizou no primeiro semestre de 1993 um conjunto de 2 operações, descritas às fls. 2076/2080, envolvendo ações de emissão das seguintes empresas: Antartica e Aracruz; essas operações, que envolvem parcialmente a atuação na contraparte carteiras administradas pelo Grupo Montrealbank na venda, foram responsáveis por 78,02% do lucro por ele obtido, equivalente a US\$46,183.06; realizou outras 6 operações com o mercado que geraram o lucro de 21,98% em relação ao total;
  - d. os comitentes José Renato, Pedro Henrique e Cezar Maurício atuaram seguindo a mesma estratégia que consistia, em regra, comprar ações de baixa liquidez, financiadas pelo Banco Indusval e vendê-las, após curtíssimo prazo, às carteiras administradas pelo Grupo Montrealbank, auferindo lucros significativos, o mesmo não se verificando com as demais operações;
  - e. os financiamentos eram quitados com o produto obtido com a venda das ações;
  - f. na grande maioria das operações, realizadas pelo "Sistema Cats", as ofertas de venda eram registradas antes das de compra, procedimento que dificultava a interferência de outros participantes do mercado, garantindo o lucro esperado;
  - g. os três comitentes formaram um grupo, atuando em conjunto, participando dos mesmos negócios, operando nas mesmas datas, com os mesmos papéis; foram detectadas, inclusive, duas transferências de recursos de Pedro Henrique para José Renato; já o comitente Cezar Maurício teria operado seguindo orientação do diretor da Indusval Carlos Ciampolini;
  - h. as operações apontadas como irregulares mostram que os três comitentes sabiam com antecedência mínima de um dia quais negócios seriam realizados pelas carteiras administradas pelo Grupo

Montrealbank, ficando evidente que eles tiveram acesso às informações acerca das compras e vendas que seriam feitas pelas carteiras, e que, caso não tivessem acesso ao poder de decisão, as operações sequer teriam existido;

- i. especificamente em relação à operação "day-trade" realizada com ações de emissão da Papel Simão em 12.02.93, verificou-se que, estando em aberto duas ordens de venda registradas no mesmo horário, uma delas em nome do Fundo de Pensão Montrealbank e outra em nome de José Renato, profissional de mercado, a do Sr. José Renato foi executada antes, havendo, com isso, quebra de prioridade, em infração à alínea "a" do inciso II do artigo 11 da Instrução CVM Nº 33/84, vigente à época;
- j. como os comitentes José Renato Ribeiro Mendes e Pedro Henrique Tinoco Duarte eram agentes autônomos de investimento e realizaram em seu próprios nomes operações em bolsa de valores, infringiram também o disposto no item XIII, alínea "a", da Resolução CMN nº 238/72;
- k. o Banco Indusval, por sua vez, financiou a maioria das operações realizadas pelos três comitentes, que lhe renderam um lucro bruto de Cr\$16.814.255.990,00, do qual Cr\$4.318.798.120,12, ou seja, 25,69% tiveram como destino remunerar o capital emprestado;
- l. o procedimento adotado pelo banco foi embasado na expectativa de que os três comitentes venderiam rapidamente e com lucro as ações, que possuíam baixa liquidez, pois, com o transcorrer do tempo e a capitalização dos juros, tornar-se-ia insustentável o carregamento do financiamento por um prazo maior, o que eliminaria qualquer expectativa de lucro;
- m. a atitude do banco estava fundada na expectativa de que as operações efetivamente gerariam lucro para saldar os empréstimos concedidos que não podem ser tidos também como meras operações bancárias porque seu objeto consistia sabidamente em financiar operações irregulares realizadas em bolsa, intermediadas pela Corretora Indusval, que, por sua vez, tinha interesse na geração de corretagem;
- n. tanto o banco como a corretora tinham pleno conhecimento do tipo de negócio que era viabilizado com os financiamentos e delas participaram ativamente, sendo que as operações, no âmbito da corretora, eram supervisionadas pelo seu diretor de operações de bolsa, Luiz Masagão Ribeiro;
- o. era absolutamente impraticável que os três comitentes tivessem realizado tantas operações, sempre bem sucedidas, tendo como contrapartes, reiterada e repetidamente, carteiras administradas pelo Grupo Montrealbank, e seguindo a mesma estratégia operacional, sem conhecimento prévio dos negócios que o Grupo iria efetuar;
- p. é evidente que tal conhecimento foi obtido e utilizado indevidamente pelos três comitentes e que o Grupo Montrealbank, representado pelo Banco de Montreal S/A e a Montrealbank DTVM, administradores das carteiras, e seu diretor responsável Aristeu Zanuncio falharam ao dar margem a que terceiros obtivessem vantagens indevidas;
- q. devido à sistemática operacional adotada pelo Grupo Montrealbank, não foi possível apurar quais as pessoas a ele ligadas que, direta ou indiretamente, deram acesso aos três comitentes às informações relativas às intenções de compra ou de venda de ações pelas carteiras, sem as quais não teria sido obtido lucro tão expressivo e certo;
- r. desta forma, não há como negar que o Banco de Montreal e a Montrealbank DTVM e seu diretor Aristeu Zanuncio não desempenharam suas atribuições de modo a atender aos objetivos de investimento dos titulares das carteiras administradas, bem como não empregaram no exercício de suas atividades todo zelo e cuidado necessários para evitar as práticas descritas no Relatório, ressaltando-se que inexistiam controles que permitissem a identificação das pessoas que contribuiriam para a sua realização, evidenciado negligência em relação aos interesses das carteiras administradas.

7. Diante disso, a Comissão de Inquérito propôs a responsabilização das seguintes pessoas:

I – Banco Indusval S/A, Indusval S/A CTVM, Luiz Masagão Ribeiro, na qualidade de presidente do Banco e diretor responsável pelas operações em bolsa da corretora, Carlos Ciampolini, José Renato Ribeiro Mendes, Pedro Henrique Tinoco Duarte e Cezar Maurício Cossenza Júnior, por realização de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários, uso de prática não-equitativa e criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários, conforme definidas nas alíneas "c", "d" e "a", do item II, e vedadas pelo

item I, ambos da Instrução CVM Nº 8/79;

II – Indusval S/A CTVM e Luiz Masagão Ribeiro, por infração ao disposto na alínea "a" do item II do artigo 11 da Instrução CVM Nº 33/84;

III – José Renato Ribeiro Mendes e Pedro Henrique Tinoco Duarte, por infração ao disposto na alínea "a" do item XIII da Resolução CMN nº 238/72;

IV – Banco de Montreal S/A – Montrealbank, Montrealbank S/A Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários e Aristeu Zanuncio, diretor responsável pela administração das carteiras, por infração aos itens I, II e IV do artigo 10 e ao item IX do artigo 11, todos da instrução CVM Nº 82/88.

8. O Relatório da Comissão de Inquérito informa, ainda, que, em cumprimento ao determinado pelo Colegiado, às fls. 15, foi ajuizada em 08.04.96 ação cautelar de exibição, autuada sob o nº 96.0009511-6 e distribuída à 1ª Vara da Seção Judiciária da Capital da Justiça Federal em São Paulo (fls. 1946/1963), objetivando a quebra do sigilo bancário dos comitentes José Renato Ribeiro Mendes, Pedro Henrique Tinoco Duarte e Cezar Maurício Cossenza Júnior, bem como o rastreamento dos cheques emitidos pela Indusval para liquidar as respectivas operações, o que possibilitaria verificar eventual transferência de valores a pessoas ligadas ao Grupo Montrealbank.
9. Tendo em vista a não obtenção de uma decisão judicial favorável e o processo se encontrar ainda pendente de julgamento, a Comissão de Inquérito, após consultar em abril de 2003 a Procuradoria Federal Especializada - PFE (fls. 2125/2126), decidiu intimar os indiciados (fls. 2132/2153), que apresentaram suas defesas, cabendo esclarecer que, quando da intimação, o nome atual do Banco de Montreal S/A – Montrealbank era Banco CCF Brasil S/A e o da Montrealbank S/A DTVM, CCF Brasil Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários.

#### **Das defesas**

10. José Renato Ribeiro Mendes e Pedro Henrique Tinoco Duarte apresentaram em conjunto as seguintes razões de defesa (fls. 2614/2631):
- a. a rigor, nenhuma acusação pode ser a eles formulada, pois, quando da intimação, os fatos se encontravam prescritos, seja pela aplicação subsidiária da Lei nº 6.838/80, seja pela aplicação da Lei nº 9.457/97 que estabeleceu o prazo de 8 anos para ocorrência da prescrição ou de 4 anos quando o processo ficasse paralisado pendente de despacho ou julgamento. Ocorre que entre a propositura da Medida Cautelar em 08.04.96 e a intimação efetuada em 03.06.2003 transcorreram mais de 7 anos;
  - b. os anos se passaram sem que os acusados tivessem contribuído para tal; em nenhum momento também foi-lhes solicitado pela CVM que abrissem mão de seus sigilos bancários, o que tornaria despiciendo o pedido de quebra; por outro lado, a negativa do Poder Judiciário constitui-se em prova de que a providência pretendida não tinha legitimidade;
  - c. o posterior advento da Lei nº 9.873/99 não traz melhor sorte à questão, já que apenas diminui os prazos prescricionais para 5 e 3 anos, respectivamente, consolidando a prescrição;
  - d. a vedação contida na Resolução CMN nº 238/72 impedia o agente autônomo de praticar operações de clientes em nome próprio, posto que não há, nem poderia haver, proibição ao agente para, na condição de simples comitente, gerir sua própria carteira de ações; no caso, os indiciados não agiram em nenhum momento como agentes autônomos, razão pela qual a acusação nesse particular deve ser arquivada;
  - e. parece totalmente inadequada a utilização da moeda norte-americana como unidade de valor em peças oficiais, pois, para estabelecer correspondência entre o valor da moeda de ontem em relação à de hoje existem critérios já absolutamente consagrados; requer-se a desconsideração e o apagamento dos autos de todas as referências à moeda norte-americana e a atualização dos valores de acordo com qualquer dos sistemas utilizados pelo Poder Judiciário;
  - f. as imputações feitas estão eivadas de vício, pois as alíneas "a", "c" e "d" da Instrução CVM Nº 8/79 descrevem atitudes típicas excludentes entre si em função da intenção do agente e do objetivo buscado e, ao enquadrá-las em todas as figuras, a acusação acabou por não fazer o enquadramento em nenhuma delas;
  - g. no caso, só poderia ser atribuída infração à alínea "a" ou à alínea "c" ou à aliena "d", nunca às três ao mesmo tempo, porque em qualquer situação prevaleceria sempre a que se adequasse ao objetivo do

infrator, desprezando-se os atos intermediários; sem a explicitação da acusação pretendida, configura-se a inépcia da acusação formulada;

- h. as variações apontadas dos papéis integrantes da segunda linha nobre eram absolutamente normais, tanto no que diz respeito à oscilação no mesmo dia, quanto em períodos onde o preço se retrai e depois é retomado, configurando processo típico dos investimentos em bolsa;
- i. os fundos têm objetivos de longo prazo e atuam muito na chamada segunda linha nobre, sendo muito difícil comprar ou vender esses papéis sem que a contraparte seja um fundo;
- j. a estratégia dos chamados operadores de mercado, por sua vez, é obter o maior lucro no menor prazo possível, até porque não é da natureza deles manter posições de longo prazo;
- k. outra grande diferença marcante nas estratégias é a rapidez na decisão de compra ou venda, pois, enquanto os fundos tomam decisões a partir de reuniões de comitê, análises fundamentalistas e estudos macroeconômicos, as pessoas físicas reagem quase imediatamente às informações divulgadas por jornais e mídia eletrônica;
- l. normalmente os operadores ficam com o primeiro ganho, mas via de regra os fundos, que mantêm a posição, sempre acabam ganhando mais;
- m. não há nada de irregular na busca de financiamento, pois é próprio dos operadores alavancar ao máximo suas posições, assumindo certa dose de risco;
- n. ao adquirirem um papel, os acusados acreditavam haver feito uma compra oportuna e buscavam imediatamente reverter a operação, no menor prazo possível;
- o. para caracterizar o "front running", é preciso que o detentor da informação privilegiada adquira ou venda o papel antes que o fundo inicie suas compras ou vendas, o que não ocorre se o fundo já estava comprando/vendendo no mercado;
- p. diante disso, requer sejam efetuadas diligências junto à BOVESPA (i) com o objetivo de demonstrar que o Grupo Montrealbank era um dos mais atuantes no mercado; (ii) para verificar se, diante dos mesmíssimos fatos que levaram a CVM a abrir este procedimento administrativo, foi instaurado qualquer tipo de investigação ou aplicada qualquer tipo de penalidade; e (iii) se foi apresentada alguma reclamação pelos fundos de pensão/seguridade social por eventuais prejuízos;
- q. não bastassem as evidências de que as operações foram absolutamente regulares, o lucro bruto auferido também representou apenas 2,93% do montante dos negócios realizados para José Renato e 3,29% para Pedro Henrique (fls. 2100).

11. Cezar Maurício Cossenza Júnior apresentou as seguintes razões de defesa (fls. 2566/2580):

- a. alega prescrição com base na Lei nº 9.457/97, pois, foi notificado em maio de 1995 e, em maio de 1999, 4 anos contados da notificação, o processo se encontrava paralisado aguardando decisão judicial provocada por ato da própria CVM;
- b. a prescrição também se verifica com base na Lei nº 9.873/99, já que decorreram 5 anos: da última operação bursátil ocorrida em junho de 1993, da instauração do processo em novembro de 1993 e da decisão de propor a quebra de sigilo bancário em abril de 1996 de alguns dos envolvidos, segundo o artigo 1º; também decorreram 3 anos, pois o despacho que voltou a dar seguimento ao feito é de abril de 2003, segundo o § 1º do artigo 1º; além disso, como os fatos são anteriores a 1º de julho de 1995, a prescrição ocorreu em 01.07.2000, segundo o artigo 4º;
- c. a acusação de infração ao item XIII, alínea "a", da Resolução CMN nº 238/72 deve ser arquivada, pois o Relatório da Comissão de Inquérito não aponta qualquer ação do suplicante na condição de agente autônomo, atividade, aliás, que nunca exerceu;
- d. a responsabilidade pelos negócios examinados é inteira e exclusivamente sua, sendo que, por ser profissional de mercado e sócio de instituição financeira, tinha o hábito de conversar diariamente com várias pessoas acerca do mercado, dentre elas o Sr. Carlos Ciampolini, de quem era amigo;
- e. as acusações de infração às alíneas "c", "d" e "a" da Instrução CVM Nº 8/79 com base em uma única

ação estão desvinculadas, fática e juridicamente, do antecedente jurídico que as deveria sustentar, não havendo interação entre o fato e a norma regulamentar;

- f. o acusado nunca teve qualquer contato com qualquer pessoa ligada ao Grupo Montrealbank, ou seja, jamais recebeu informação privilegiada do referido Grupo ou de terceiros que com ele mantinham relacionamento;
- g. dos 266 negócios examinados nos autos, realizados no período de janeiro a junho de 1993, participou de apenas 19 que foram realizados em 12 dias;
- h. na verdade, os negócios apontados como irregulares se restringem a 6 e envolvem duas compras e uma venda de 100.000 ações Aracruz a fundos administrados pelo Grupo Montrealbank e duas compras e uma venda de 740.000 ações Antarctica, sendo 104.000 para fundos administrados pelo Grupo Montrealbank e 636.000 a outro investidor;
- i. embora a Comissão de Inquérito tenha afirmado que as carteiras administradas sofreram prejuízo, não há qualquer notícia nos autos nesse sentido, o que para isso seria necessário a realização de diligência junto ao Grupo Montrealbank.

12. Banco Indusval S/A, Indusval S/A CTVM, Luiz Masagão Ribeiro e Carlos Ciampolini apresentaram em conjunto as seguintes razões de defesa (fls. 2441/2490):

- a. alegam prescrição com base no artigo 1º da Lei nº 9.873/99, uma vez que em julho de 1998 completaram-se 5 anos da ocorrência dos fatos e em novembro de 1998 da abertura do processo;
- b. de acordo com o parágrafo 1º do artigo 1º da mesma lei, constata-se que o inquérito foi concluído em abril de 1997, tendo decorrido até agosto de 2003, data da apresentação da defesa, mais de 6 anos, prazo superior aos 3 anos previstos para a prescrição intercorrente; as intimações deram-se em junho de 2003, quando a prescrição já estava consolidada; mesmo que se considerasse que a última prática de ato inequívoco tenha sido a proposição da medida judicial em abril de 1996, ter-se-ia consolidado a prescrição intercorrente a 09.04.99 e a 09.04.2001, a prescrição absoluta; no caso também a prescrição teria ocorrido em 01.07.2000, já que as operações são anteriores a 01.07.95;
- c. não é possível atribuir-se ao mesmo ato, ao mesmo comportamento, à mesma ação, enquadramentos concorrentes, cuja finalidade seria coibir o mesmo tipo de ação, de modo que é impróprio acusar-se os defendentes de infração às alíneas "a", "c" e "d" do item II, vedadas pelo item I, da Instrução CVM Nº 8/79, havendo cerceamento da defesa;
- d. o Banco Indusval e Luiz Masagão Ribeiro foram indevidamente acusados de infração ao disposto na alínea "a" do inciso II da Instrução CVM Nº 33/84, isto porque o registro e cumprimento de ordens é função das corretoras de valores e não de banco; aliás, o próprio Relatório da Comissão de Inquérito não faz qualquer menção a esse respeito;
- e. a CVM não tem competência para fiscalizar o Banco Indusval, enquanto banco, pela concessão de empréstimo e cobrança de juros, que, no caso, não foi parte, contraparte ou intermediário, nem seu diretor;
- f. o Banco Indusval e seu presidente foram acusados de ter viabilizado as operações questionadas mediante a concessão de financiamento aos comitentes, mas, na verdade, o que o banco fez foi apenas conceder empréstimo pessoal, não tendo qualquer participação nos negócios realizados na BOVESPA;
- g. dos 266 negócios realizados entre janeiro e junho de 1993, a apenas 1 (um) atribui-se infração à Instrução CVM Nº 33/84 por ordem que foi registrada no mesmo horário da concorrente;
- h. ocorre que essa Instrução foi revogada pela Instrução CVM Nº 220/94 que permitiu que cada corretora tenha o seu sistema operacional próprio, não existindo mais o critério de prioridade de atendimento por tipo de cliente, deixando de ser infração e, em consequência, por ter caráter penal, deve beneficiar os acusados;
- i. é indispensável a demonstração de dolo ou culpa - etiológicamente vinculados ao comportamento infracional – para legitimar a aplicação de penalidade, o que não se verifica no caso em relação à Indusval e a seu diretor responsável;

- j. o Sr. Carlos Ciampolini não tomou qualquer decisão relativa às transações com os papéis examinados nestes autos, nem influenciou a decisão de transacioná-los, decisão tomada exclusivamente por conta e risco de Cezar Maurício;
- k. não parece aceitável que ao conjunto de operações realizadas possam, ao mesmo tempo e mesmo agir, ocorrer fraude, criação de condições artificiais e prática não-equitativa, tendo a acusação formulada incidido no "bis in idem";
- l. a descrição dos fatos não guarda a necessária tipicidade em relação às normas previstas na Instrução CVM Nº 8/79;
- m. por haverem sido os negócios registrados e liquidados pela BOVESPA, bem como por não ser dado à Indusval e a seu diretor conhecer as contrapartes, não é possível exigir-se comportamento diverso do que tiveram.

13. Aristeu Zanuncio apresentou as seguintes razões de defesa (fls. 2227/2269):

- a. alega prescrição intercorrente, uma vez que o processo permaneceu inerte no período de junho de 1997 a 25.03.2003, por quase 6 anos, aguardando o resultado das medidas judiciais adotadas que, conforme se concluiu "a posteriori", eram totalmente irrelevantes para o seguimento do inquérito;
- b. verifica-se também a ocorrência de prescrição pela não observância do então vigente artigo 4º (atual artigo 3º) da Resolução CMN nº 454/77, que exigia que o inquérito deveria ser concluído no prazo de 90 dias; no caso, o prazo, prorrogado até 29.04.97, esgotou-se antes mesmo de o Relatório ter sido juntado aos autos e depois prolongou-se injustificadamente por mais 6 anos;
- c. não há nos autos qualquer indicação, objetiva ou precisa, da conduta típica que o acusado teria praticado ou corroborado com a prática das alegadas irregularidades que teriam causado eventual prejuízo aos fundos geridos pelo Grupo Montrealbank ou de que maneira poderia tê-las impedido;
- d. não há nenhuma prova de que o indiciado tenha transmitido aos três comitentes informações relativas às intenções de compra ou de venda de ações pelo Grupo Montrealbank nem de que, caso tais informações tivessem sido fornecidas por funcionários sob sua gestão, teve ciência da irregularidade praticada;
- e. a responsabilização do administrador de fundos de investimento a dispositivos da Instrução CVM Nº 82/88 não pode ser atribuída de forma objetiva, somente podendo se dar em caso de ocorrência de atos dolosos ou culposos;
- f. as decisões de compra e venda eram tomadas semanalmente pelo Comitê de Investimento, cabendo ao acusado o acompanhamento das condições vigentes no mercado financeiro, zelando para que as operações efetuadas pelos gerentes de administração de cada uma das carteiras administradas atendessem às orientações e condições estabelecidas e gerassem resultados positivos;
- g. nenhuma das operações apontadas pela CVM causou prejuízo significativo aos fundos administrados que pudesse dar ensejo à suspeita de ocorrência de práticas ilegais, sendo que a grande maioria gerou lucros;
- h. não há qualquer espécie de controle que se pudesse fazer, no caso, que permitisse a identificação de quem teria repassado a informação, a partir do momento em que mais de uma pessoa tinha acesso à informação, a não ser pela quebra do sigilo telefônico e bancário, que, no entanto, não foi obtido pela CVM;
- i. não é verdade que não teriam sido atendidos os objetivos de investimento, pois, no período em que o acusado exercia suas funções no Grupo Montrealbank, os fundos de investimento estavam entre os de melhor rentabilidade no mercado;
- j. a adoção de práticas que prejudicassem a relação fiduciária com os clientes só poderia ocorrer dolosamente e a acusação não aponta a participação dolosa do acusado;
- k. o Grupo Montrealbank tinha controles que permitiam saber quais pessoas tinham acesso às informações a respeito das operações que seriam realizadas, tanto que forneceu a lista à CVM, sendo que a efetiva identificação somente poderia ser feita com a quebra do sigilo bancário e telefônico,



remédios que não estão a ele disponíveis;

- l. era materialmente impossível ao acusado ter ciência da ocorrência das supostas operações irregulares apontadas, razão pela qual não pode ser acusado de ter negligenciado a defesa dos direitos e interesses dos titulares das carteiras;
  - m. como as variações nos preços das ações questionadas estavam dentro de patamares normais para o tipo de ações negociadas no mercado, era impossível ao acusado descobrir as supostas fraudes apenas pelo acompanhamento regular das operações, tanto que a CVM só delas suspeitou ao conhecer a identidade dos comitentes, informação não disponibilizada a ele;
  - n. essa impossibilidade fática afasta por completo qualquer elemento de culpa ou dolo do acusado, o que implica também a impossibilidade de imputar-lhe penalidade administrativa, não sendo cabível, portanto, falar-se em negligência ou falta de zelo.
14. HSBC Investment Bank S/A – Banco de Investimento (ex-Banco CCF Brasil S/A) e HSBC Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S/A (ex-CCF Brasil Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários) apresentaram em conjunto as seguintes razões de defesa (fls. 2581/2609):
- a. alegam prescrição intercorrente com base na Lei nº 9.873/99, dado que, após a apresentação do Relatório pela Comissão de Inquérito, o processo foi encaminhado ao Colegiado que determinou que se aguardasse o resultado das medidas judiciais ajuizadas pela CVM visando a quebra do sigilo bancário de alguns dos indiciados, tendo permanecido sem qualquer movimentação processual até março de 2003, ou seja, por quase 6 anos, bem como ficou indisponível às partes por tal período;
  - b. o processo também prescreveu por falta de prorrogação do prazo para a conclusão do inquérito pelo Colegiado, nos termos do então vigente artigo 4º (atual artigo 3º) da Resolução CMN Nº 454/77, já que foi prorrogado somente até 29.04.97;
  - c. no sistema de direito brasileiro, consagrou-se a tese da responsabilidade individual e concreta e, por via de consequência, a imputabilidade da pena não pressupõe uma simples relação de causalidade, mas, sim, a responsabilidade fundada em atuação culposa ou dolosa, não cabendo a aplicação da responsabilidade solidária;
  - d. como houve duas mudanças de controle, os atuais intimados não podem responder por atos praticados sob a gestão do antigo Banco de Montreal, não podendo prosperar o presente procedimento administrativo por não atender a uma condição da ação: a legitimidade da parte para figurar no pólo passivo;
  - e. com a formalização das transferências sucessivas do controle acionário, ocorridas em data posterior àquelas em que ocorreram os fatos tratados nos autos, alterou-se também a administração que nada tem a ver com os atos e fatos de que aqui se cuidam;
  - f. a aplicação de penalidade sancionatória, que tem por objeto evitar a prática de uma conduta aos intimados que efetivamente nunca violaram as regras pertinentes, evidencia uma total dissociação entre os fins da norma e os meios utilizados;
  - g. alega-se também a nulidade das intimações dos acusados, sucessores do Grupo Montrealbank, em razão da total ausência de fundamentação do Relatório e das posteriores decisões que determinaram a sua inclusão neste inquérito, não obstante todas as razões de fato e de direito apresentadas pelo CCF;
  - h. por medida de economia processual, ratificam, em todos os termos, as alegações de mérito constantes da defesa apresentada por Aristeu Zanuncio, ex-Vice Presidente de Investimentos do Banco de Montreal, que são suficientes para demonstrar a licitude das operações investigadas, a ausência de culpa ou dolo por parte do Grupo Montrealbank e o zelo e diligência com que aquela instituição e seu então diretor atuavam na defesa dos interesses dos titulares das carteiras e fundos de investimento.

#### **Da proposta de Termo de Compromisso**

15. Os indiciados Aristeu Zanuncio, HSBC Investment Bank S/A – Banco de Investimento e HSBC Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S/A apresentaram proposta de celebração de Termo de Compromisso em que se comprometiam a realizar palestras a respeito dos controles internos das instituições administradoras de fundos de investimento para a atuação no mercado de valores mobiliários (fls. 2.651/2658).

16. Ao apreciar a referida proposta, o Colegiado em reunião realizada em 21.02.2006 decidiu indeferi-la por não se mostrar conveniente nem oportuna, uma vez que a realização de palestras não atendia aos fins a que se destina o Termo, ainda mais quando se verificava que um dos palestrantes era um dos indiciados.

### **Da prescrição**

17. Instada a se manifestar sobre a prescrição alegada nas defesas, a Procuradoria Federal Especializada – PFE concluiu o seguinte (fls. 2.664/2674):
- a. as operações questionadas no presente processo ocorreram basicamente ao longo do primeiro semestre de 1993;
  - b. a Lei nº 9.873/99 estabeleceu em seu artigo 4º que, para as infrações ocorridas há mais de 3 anos, contados do dia 01.07.98, a prescrição se daria em 2 anos a partir dessa data;
  - c. o intuito do legislador foi estabelecer a data limite de 01.07.2000 para as infrações ocorridas antes do dia 01.07.95, num prazo total de 5 anos, respeitadas as causas de interrupção previstas no artigo 2º da mencionada lei;
  - d. tendo em vista que a Portaria que designou a Comissão de Inquérito é de 04.05.95, muito antes do prazo prescricional de 5 anos estar completo, além de terem sido realizadas várias diligências, como os depoimentos tomados em outubro de 1995 e a inspeção realizada entre 22.09 a 30.11.95, houve interrupção da prescrição, que não pode ser alegada até a apresentação do Relatório da Comissão de Inquérito em 14.04.97;
  - e. com relação ao período compreendido entre a data de apresentação do Relatório e a data das intimações expedidas em 03.06.2003, é imprópria a afirmativa de que o processo esteve paralisado, uma vez que a CVM não se quedou inerte, pois estava aguardando o desfecho de um processo judicial, não podendo ser responsabilizada pela mora no trâmite judicial;
  - f. neste sentido, há, inclusive, decisão do Colegiado que ao julgar o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 22/94 em sessão realizada em 15.04.2004 concluiu que o pedido de quebra de sigilo bancário junto ao Poder Judiciário, enquanto pendente, interrompe o prazo de prescrição, só voltando a correr com o desfecho do processo judicial;
  - g. por outro lado, o prazo de prescrição intercorrente que se consuma no prazo de 3 anos, na hipótese de o processo ficar paralisado, pendente de julgamento ou despacho, prevista no § 1º do artigo 1º, só se aplica após a intimação dos indiciados para apresentarem suas defesas, o que não se verificou no presente caso.

É o Relatório.

## **VOTO**

### **PRELIMINARES**

#### **Da prescrição**

1. A questão relativa à ocorrência de eventual prescrição no presente caso invocada pelos indiciados, principalmente pelo fato de as operações questionadas terem sido realizadas ao longo do primeiro semestre de 1993, há cerca de 13 anos, foi muito bem apreciada pela Procuradoria Federal Especializada da CVM - PFE, o que dispensa uma análise mais detalhada.
2. Como se verifica do respeitável parecer, a prescrição até a apresentação do Relatório da Comissão de Inquérito em 14.07.97 não pode ser alegada, uma vez que nesse período foram praticados diversos atos de apuração, interrompendo o prazo.
3. Quanto ao período compreendido entre a data da apresentação do Relatório e a data em que foram expedidas as intimações aos acusados em junho de 2003, período que suscitou as maiores dúvidas, dado que envolve o decurso do prazo de quase 6 anos, cabe esclarecer que nesse período o processo não ficou paralisado, pois a CVM estava aguardando o desfecho de processo judicial sobre o qual não possui controle, cuja finalidade era identificar os efetivos participantes e beneficiários das operações. Não se trata, portanto, de inércia administrativa.

4. A propósito, é oportuno lembrar que, ao julgar o Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 22/94 em 15.04.2004, o Colegiado já teve oportunidade de se manifestar sobre o assunto, tendo concluído que o pedido de quebra de sigilo bancário junto ao Poder Judiciário interrompe o prazo de prescrição, só voltando a correr com o fim do processo.
5. Da mesma forma, também não há que se cogitar, no caso, da prescrição intercorrente, tendo em vista que o processo em nenhum momento ficou paralisado por mais de 3 anos pendente de julgamento ou despacho.
6. Por essas razões e consoante a manifestação da PFE, entendo que não houve no presente processo o decurso de qualquer prazo que possa ensejar a prescrição.

#### **Da não observância do prazo de 90 dias para a conclusão do inquérito**

7. Alguns dos indiciados alegam, ainda, a extinção do processo pelo fato de ter sido ultrapassado pela Comissão de Inquérito o prazo de 90 dias para a sua conclusão que, no caso, teria se esgotado mesmo antes de o Relatório da Comissão ter sido juntado aos autos e, depois, pelo fato de ter permanecido por cerca de 6 anos sem prorrogação.
8. Na verdade, a primeira alegação não procede, pois o Relatório da Comissão de Inquérito foi concluído em 14.04.97, bem como juntado aos autos, muito antes, portanto, de se esgotar o prazo que havia sido prorrogado até 29.04.97 pelo Colegiado em reunião realizada em 04.04.97.
9. Por outro lado, não me parece que a Comissão de Inquérito devesse solicitar ao Colegiado novos pedidos de prorrogação durante o período em que o processo ficou pendente de decisão judicial, já que nessa fase não lhe cabia tomar nenhuma providência, a não ser aguardar o desfecho do procedimento judicial. Além do mais, cabe reconhecer que a eventual necessidade de solicitação de prorrogação do prazo a cada 3 meses representaria o cumprimento de mera formalidade que nada acrescentaria ao processo.
10. Como dito anteriormente, nesse período o prazo prescricional ficou interrompido, não podendo ser atribuída à CVM qualquer responsabilidade pela demora verificada, razão pela qual também não há como acolher o pedido de extinção do processo pela inexistência de sucessivas prorrogações. Além do mais, nada foi acrescido ao Relatório.

### **MÉRITO**

#### **Da acusação de infração à Instrução CVM Nº 08/79**

11. A Comissão de Inquérito elaborou um relatório minucioso no qual descreve com riqueza de detalhes toda a movimentação de compra e venda de ações realizada pelos defendentes durante o primeiro semestre de 1993. A análise das operações registradas levou a Comissão a concluir que teria sido constituído um canal de comunicação entre certos investidores e alguns responsáveis pela gestão das carteiras administradas pelo Montrealbank que resultou na imposição de perdas a este último nas suas negociações de ações em Bolsa. O esquema teria colocado os investidores na posição de "*meros atravessadores nas compras efetuadas pelo Grupo Montrealbank*".
12. À parte qualquer consideração sobre se seria possível ou não que o esquema tivesse, simultaneamente, estabelecido condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, importado na realização de operações fraudulentas e propiciado um tratamento não-equitativo para as partes envolvidas nas transações, a detalhada descrição dos fatos me leva a crer que a Comissão "acertou no que viu". Mas também vejo que a Comissão "errou no que não viu". Ou seja, uma perspectiva diferente daquela da Comissão me permite identificar um conjunto de dados e fatos que, ao invés de consolidar o entendimento da Comissão, me trazem dúvidas sobre o ilícito identificado e afastam a certeza sobre a inevitabilidade do conluio. Nos comentários a seguir, procurarei mostrar algumas dessas novas evidências vis-à-vis as afirmativas e conclusões da Comissão.
13. Uma das pedras de toque da acusação aparece sintetizada na tabela apresentada às fls. 2003 das operações realizadas por José Renato Ribeiro Mendes, aqui reproduzida:

RESUMO ANALÍTICO DAS OPERAÇÕES POR MODALIDADE – 1º SEMESTRE 1993
MERCADO À VISTA

	MOVIMENTO		LUCRO	
	EM US\$	EM %	EM US\$	EM %
MODALIDADE 1	7.823.072,99	60,46	342,943.04	90,54
MODALIDADE 2	5.107.489,35	39,47	35,827.35	9,45
MODALIDADE 3	9.466,66	0,07	----	0,00
TOTAL	12.040.028,99	100,00	378,770.39	100,00

Modalidades de Operação:

nº 1 – Operações que envolvem na compra ou na venda atuação de carteiras administradas pelo Grupo Montrealbank

nº 2 – Operações que NÃO envolvem na compra ou na venda atuação de carteiras administradas pelo Grupo Montrealbank

nº 3 – Operações de compra ou venda isoladas, não sendo possível apuração de resultado

14. De acordo com os dados da tabela, o conjunto de operações realizadas pelo acusado envolvendo, na contraparte, o Montrealbank, correspondente a 60% do volume total transacionado, gerou cerca de 90% dos resultados auferidos, enquanto o restante, correspondente a 40% do total das transações, gerou lucros de apenas 10%. À luz das probabilidades, o resultado extraordinário das operações contra o Montrealbank seria fruto de uso indevido de informações de mercado e conluio. E, como os atravessadores muitas vezes operavam alavancados e a taxas elevadas de financiamento (não demonstradas), somente a certeza da atuação conivente (ou ludibriada, dependendo do enfoque) da contraparte nas operações de Bolsa justificaria a assunção de tamanho risco.
15. Uma análise das condições existentes de mercado e das especificidades das operações mostra que:
- no período de janeiro a junho de 1993, a Bolsa de Valores experimentou forte alta com valorização quase que contínua das cotações. O Índice Bovespa subiu 7,8 vezes, embutindo uma valorização da ordem de 1,65% ao dia. Os papéis transacionados com as carteiras do Montrealbank acompanharam, na média, a valorização do Índice, sendo que o papel que menos subiu teve a sua cotação triplicada;
  - todas as transações que não tiveram o Montrealbank como contraparte foram "daytrades", enquanto a maioria dos outros negócios apresenta um "duration" aproximado de D + 2 (com variações entre D + 0 e D + 4);
  - dois casos, Antarctica e Arno, geraram cerca de um terço dos lucros do acusado que mais operou. Nestes casos, tomados como ilustrativos de todo o conjunto, vemos que, no caso da Antarctica, apesar da ação ser de baixa liquidez, José Renato Mendes comprou o papel no dia 28/01 de cinco comitentes e o vendeu, no dia seguinte, para as carteiras do Montrealbank através de três operações seguidas que lhe possibilitaram evitar a deflagração de leilão na Bolsa. No caso da Arno, papel de baixíssima liquidez, vê-se que o Montrealbank iniciou suas compras pouco antes do Sr. José Renato, não participou do mercado no dia 25/05 quando o acusado adquiriu suas ações, no dia 27/05 comprou de outro investidor um lote por preço 7% acima da cotação da véspera, no dia 28/05 comprou dois terços das ações de José Renato após as ações terem sido colocadas em leilão e, finalmente, no dia 31/05 adquiriu um lote mais expressivo de ações sendo que apenas um terço delas pertenciam a José Renato;
  - na maioria dos casos, os acusados registravam suas ordens de venda no sistema da Bolsa antes das ordens de compra do Montrealbank. Segundo a Comissão, este artifício dificultava a interferência de outros comitentes e praticamente "garantia" o lucro dos acusados (fls. 2027).
1. As observações acima nos permitem supor que a Antarctica é o paradigma da acusação e a Arno viria como reforço desse entendimento. Ou seja, no caso da Antarctica vejo que é possível e provável que os acusados, com a conivência dos administradores do Montrealbank, tenham se apropriado de uma parte da rentabilidade das carteiras administradas por esta instituição. Independentemente desta questão, o Montrealbank parece ter comprado mal as ações da Antarctica pois, como se viu, apesar da baixa liquidez do papel, vários comitentes estavam atuando naquele momento. Não procede a afirmação da Comissão de que a sistemática operacional do Sr. José Renato (e dos demais acusados) dificultava uma interferência de outros vendedores que anulasse

a estratégia montada em prol da super elevação de preços. Em qualquer situação, os sistemas de negociação da Bolsa garantem a livre interferência compradora ou vendedora. Assim, o Montrealbank poderia ter registrado uma oferta de compra abaixo dos preços de venda sugeridos pelo Sr. José Renato como forma de atrair ofertas de venda de outros participantes do mercado. Este "teste de mercado" seria a principal prova de que a instituição foi diligente e não se deixou "operar". Infelizmente, os autos não trazem qualquer referência a este procedimento. Sem ela, acredito, não é possível afirmar categoricamente que os administradores de carteiras não estavam freneticamente buscando papéis de segunda linha para recheiar suas carteiras num momento em que um forte movimento de alta se iniciava.

2. Entendo que essa interpretação pode caber, pois, como sabemos, durante todo o ano de 1993, a Bolsa valorizou-se fortemente. É esperado que, no início de um ciclo de alta que seja consensual no mercado ou apenas antevisto por administradores mais preparados, haja uma corrida por ativos. Como os papéis mais líquidos subiram mais fortemente e mais rapidamente no início do ciclo, é possível que a busca por papéis de segunda linha menos líquidos tenha se constituído numa corrida pela próxima onda de valorizações.
3. Além de uma possível corrida por tais papéis que, naturalmente, embutem uma maior volatilidade, vemos que a diferença no "duration" das operações que envolveram o Montrealbank justifica, em parte, a diferença de retornos encontrados nos dois conjuntos de transações destacados pela Comissão na sua tabela (operações com e sem a contraparte do Montrealbank).
4. Se, nas operações da Antarctica, é possível considerar alguns "benefícios de dúvida", como os mencionados acima, no caso da Arno, esses benefícios mostram-se ainda maiores. São eles: (i) o fato de que uma parte da valorização supostamente forçada do papel se deu em operações com terceiros; (ii) a verificação de leilão na primeira alienação de ações dos acusados; e (iii) a participação de outros comitentes na aquisição mais expressiva feita pelo Montrealbank.
5. Assim, vejo que a agregação de certos elementos conjunturais e operacionais ao conjunto de informações levantado pela Comissão de Inquérito não me permite concluir sobre a materialidade inequívoca da acusação centrada nas alíneas a, c e d do item II da Instrução nº 8/79. E, sem essa materialidade, não há pertinência em discutir as alegações da defesa acerca da impossibilidade do mesmo fato abrigar três condutas ilícitas distintas.
6. No caso do acusado Pedro Henrique Tinoco Duarte, verifico que operações com dois papéis, Antarctica (ON e Nordeste PN) e Belgo PN, proporcionaram dois terços dos resultados por ele auferidos. Essas operações se realizaram dentro do mesmo cenário de alta que acompanhou os negócios realizados pelo acusado José Renato Mendes e, no que lhes é específico, tiveram (i) um leilão prévio (em D + 3) à aquisição das ações pelo Montrealbank (Antarctica ON) e (ii) uma compra majorada das ações (Belgo PN) não pelas carteiras do Montrealbank, mas pelo Bamerindus. No caso deste papel, a participação do Montrealbank consistiu na venda, e não na compra, das ações para o acusado. De notar que, poucos dias antes desta alienação, o Montrealbank já vinha se desfazendo de suas ações de emissão da Belgo. Como o mercado vinha subindo continuamente, Pedro Duarte pagou mais caro do que os demais comitentes que adquiriram ações de emissão da Belgo pertencentes às carteiras administradas pelo Montrealbank, o que contraria a suspeita de que ele estivesse de posse de informações sobre as operações do Montrealbank. O relatório da Comissão também não esclarece se o Montrealbank vendeu mal as ações ou se o Bamerindus as comprou mal. No segundo caso, o evento foge totalmente do padrão do esquema identificado e teria que incluir o Bamerindus como parte lesada ou conivente com os acusados.
7. Finalmente, destaco como mais um ponto de dúvidas sobre toda inevitabilidade da "armação" contra o Montrealbank, o fato de que o retorno obtido pelos dois principais acusados representou cerca de 6,3% do montante por eles transacionado no período investigado. Os retornos normais do mercado no período indicavam que esse resultado não estava tão fora da curva assim que também não pudesse ser obtido contra outros comitentes.
8. Já em relação à atuação do Sr. Cezar Maurício Cossenza Júnior, os fatos revelam que o mesmo realizou tão-somente duas operações semelhantes às dos dois outros comitentes da Indusval: uma em 20.01.93, quando nesse dia atuou também o Sr. José Renato, e outra em 10.03.93, quando atuou Pedro Henrique. Embora essas operações tenham representado 78% do lucro por ele obtido no período e também tenham sido financiadas, apenas uma pequena parcela foi vendida ao Grupo Montrealbank. Como ele era cliente e costumava trocar informações de mercado com o Sr. Carlos Ciampolini, diretor da Indusval, é possível até que as operações tenham sido realizadas por orientação do Sr. Ciampolini. No entanto, entendo que não se pode concluir com base nos autos que as operações faziam parte de um esquema ou que o Sr. Ciampolini sabia de sua existência. Além do mais, a realização de duas operações é, a meu ver, insuficiente para caracterizar a

irregularidade objeto da acusação. Dessa forma, não vejo como responsabilizar o Sr. Cezar Maurício nem o Sr. Carlos Ciampolini.

9. Relativamente à atuação da Corretora Indusval e de seu diretor Luiz Masagão Ribeiro na intermediação das operações questionadas e do próprio Banco Indusval que as financiou, entendo que os autos não lograram comprovar que esses acusados sabiam que se tratava de operações irregulares. O fato de a corretora receber a corretagem e o banco ter viabilizado as operações mediante financiamento, em princípio, não contém nada de irregular. Para isso seria necessário comprovar que eles sabiam que se tratavam de operações irregulares e nada consta dos autos a esse respeito.
10. Simplesmente não se pode afirmar que o banco pelo fato de financiar os negócios, a corretora os intermediar e seu diretor os supervisionar tinham pleno conhecimento de eventual utilização de informação de mercado pelos comitentes acusados. Em princípio, só com o conhecimento das contrapartes seria possível perceber as anormalidades detectadas pela CVM, pois os negócios tinham toda a aparência de regularidade, já que eram comuns maiores oscilações de preços nos tipos de papéis negociados. Portanto, não há como responsabilizar esses acusados com base nos elementos constantes dos autos.
11. Quanto à solicitação por alguns dos indiciados de diligências junto à BOVESPA com a finalidade de demonstrar que o Grupo Montrealbank era à época um dos mais atuantes no mercado, para verificar se a bolsa instaurou qualquer processo por conta das operações e se foi apresentada alguma reclamação pelas carteiras administradas, entendo que as mesmas são desnecessárias, já que em nada contribuíam para a elucidação dos fatos objeto deste processo.

#### **Da acusação de infração à Instrução CVM Nº 33/84**

12. A Corretora Indusval e seu diretor foram acusados de terem infringido o disposto na alínea a, item II, do artigo 11 da Instrução CVM Nº 33/84 <sup>4</sup> por quebra de prioridade na execução de ordem de operação realizada no dia 12.02.93 com ações de emissão da Papel Simão.
13. Nesse dia, às 9h41m, foram registradas, no mesmo horário, duas ordens de venda do papel: uma de 3.000.000 em nome do Sr. José Renato e outra de 26.230.000 em nome do Fundo de Pensão Montrealbank. Ocorre que a ordem de José Renato, que era profissional de mercado e trabalhava na mesa de operações da Indusval, foi executada antes. Como era esperado, as cotações caíram em função das vendas efetuada pelo Montrealbank, permitindo ao Sr. José Renato comprar dois terços das ações do próprio Grupo, cuja ordem ainda estava sendo executada, e obter um pequeno lucro de Cr\$21.000.000,00, equivalente, à época, a US\$1,156.58.
14. Ora, não há dúvida de que na medida em que existiam duas ordens em aberto, ambas determinando a venda do mesmo papel, e primeiramente foi executada a registrada em nome de profissional de mercado ficou caracterizada a quebra de prioridade, em infração ao dispositivo da Instrução CVM Nº 33/84 antes referido.
15. Quanto à alegação da defesa de que a regra teria sido alterada pela Instrução CVM Nº 220/94, inexistindo, a partir de então, o critério de prioridade de atendimento por tipo de cliente e que, por conseqüência, teria deixado de ser infração, cabe esclarecer que não é verdade, pois não só a referida Instrução estabelecia a necessidade de que o regulamento dispusesse a respeito como a própria orientação da BOVESPA era clara no sentido de exigir que as ordens emanadas de pessoas não vinculadas à corretora deveriam ter prioridade em relação às pessoas vinculadas. Assim, eventual omissão de suas próprias regras sobre a matéria não tem o condão de eliminar tal irregularidade. A atual Instrução CVM Nº 387/2003 também não deixa qualquer dúvida a respeito ao dispor expressamente no § 2º do artigo 8º "... que as ordens de clientes que não sejam pessoas vinculadas à corretora devem sempre ter prioridade em relação àquelas emitidas por pessoas que o sejam." Diante disso, não vejo razão para não aplicar ao caso a Instrução CVM Nº 33/84, vigente à época em que a operação irregular foi realizada.
16. Cabe aqui mencionar que o próprio diretor do Montrealbank manifestou estranheza ao tomar conhecimento de que sua ordem, que deveria ter sido registrada logo cedo, fora retida para que o Sr. José Renato vendesse ações que não possuía e depois pudesse adquiri-las no decorrer do dia a um preço inferior (fls. 702).
17. Por fim, deve ser reconhecido que o fato de ter sido incluída na intimação a acusação ao Banco Indusval e a seu diretor presidente Luiz Masagão Ribeiro de infração à Instrução CVM Nº 33/84, quando o próprio Relatório da Comissão de Inquérito não faz qualquer menção a esse respeito, só pode ter decorrido de erro, até porque o banco nada tem a ver com a função de registro e cumprimento de ordens, que é atividade exercida pelas corretoras de valores.

### **Da acusação de infração à Resolução CMN nº 238/72**

18. A Comissão de Inquérito concluiu também pela responsabilização dos agentes autônomos José Renato Ribeiro Mendes e Pedro Henrique Tinoco Duarte por infração ao disposto na alínea a do item XIII da Resolução CMN nº 238/72 <sup>5</sup>, que vedava ao agente autônomo realizar operações em seus próprios nomes.
19. Embora a vedação se refira à atuação dos acusados enquanto agentes autônomos e no exercício dessa função, cabe esclarecer que, no presente caso, eles atuaram no mercado como simples investidores e não na condição de agentes autônomos e isso não era proibido. Portanto, cabe reconhecer a improcedência da acusação.
20. Com relação à responsabilização do Sr. Cezar Maurício por infração à Resolução CMN nº 238/72, por sua vez, verifica-se que, a exemplo do que ocorreu com o Banco Indusval, houve erro na intimação, já que nada consta no Relatório da Comissão de Inquérito a esse respeito.
21. Não há dúvida de que se trata de um equívoco, uma vez que o Sr. Cezar Maurício não era sequer agente autônomo e sim simples investidor.

### **Da acusação de infração à Instrução CVM Nº 82/88**

22. A indicição do Banco de Montreal e de seu diretor responsável pela administração das carteiras, bem como da Montrealbank DTVM por intermédio da qual eram distribuídas as ordens às corretoras para a execução dos negócios em bolsa, baseou-se no fato de que era impossível aos comitentes da Corretora Indusval realizar tantos negócios, sempre com lucro, atuando na contraparte do referido Grupo sem o conhecimento prévio dos negócios que o mesmo iria efetuar.
23. De acordo com o que foi apurado, as ordens que envolviam as carteiras administradas eram diariamente agrupadas e escolhido um dos três gerentes para transmiti-las, isto para evitar que as referentes a um determinado papel fossem executadas em mais de uma corretora numa mesma data e para que mais de um gerente não contactasse a mesma corretora, também, num mesmo dia. Como não havia um registro do responsável pela emissão dessas ordens, a Comissão de Inquérito não conseguiu identificar quais pessoas a ele ligadas teriam dado acesso às informações relativas às intenções de compra ou venda de ações pelas carteiras aos comitentes que delas se beneficiaram, tendo atribuído a culpa à sistemática operacional adotada pelo Grupo Montrealbank.
24. Em vista disso, a Comissão de Inquérito entendeu que deveriam ser responsabilizados por infração aos itens I, II e IV do artigo 10 e ao item IX do artigo 11 da Instrução CVM Nº 82/88 <sup>6</sup> o Banco, seu diretor responsável e a Distribuidora, por terem deixado de desempenhar suas atribuições de modo a atender aos objetivos de investimento dos titulares das carteiras, bem como de empregar no exercício de suas atividades todo zelo e cuidado necessários para evitar as práticas descritas no Relatório, ressaltando ainda que como não existiam controles que permitiam a identificação das pessoas que teriam contribuído para a sua realização, teria havido negligência em relação aos interesses das carteiras.
25. Ora, se, por um lado, parece que o Montrealbank, de fato, poderia ter agido com maior diligência na aquisição das ações, como, por exemplo, registrando ofertas de compra a preços inferiores aos ofertados pelos clientes da Indusval, por outro, não há nos autos informações que permitam formar um juízo conclusivo a esse respeito.
26. Assim, sou levado a concordar com os acusados de que, se não havia razão para sequer desconfiar da prática de qualquer irregularidade nas operações, com base nas cotações das ações questionadas, uma vez que eram negociadas dentro de patamares considerados normais para papéis de baixa liquidez, quanto mais descobri-las sem ter acesso às contrapartes.
27. Além do mais, labora em favor dos acusados o fato de a tentativa de quebra de sigilo bancário junto ao Poder Judiciário por parte da CVM, que possibilitaria verificar eventual transferência de valores a pessoas ligadas ao Grupo Montrealbank, não ter logrado êxito.
28. Assim, entendo que não há com base nos elementos constantes dos autos como responsabilizar os acusados das infrações que lhe foram imputadas. Em razão disso, considero também prejudicadas as alegações feitas pelo Banco de Investimento e Corretora HSBC, sucessores do Grupo Montrealbank, de ilegitimidade para figurar no pólo passivo e nulidade das intimações.

### **CONCLUSÃO**

29. Ante o exposto, proponho o seguinte:

I – a aplicação à Indusval S/A CTVM e Luiz Masagão Ribeiro da pena de multa individual de R\$33.828,89<sup>7</sup>, correspondente a 30% do valor da operação de venda das ações PN de emissão da Papel Simão realizada em 12.02.93 por José Renato Ribeiro Mendes, por infração à alínea a do item II do artigo 11 da Instrução CVM Nº 33/84, com base no inciso II, cc o § 1º, inciso II, do artigo 11 da Lei nº 6.385/76;

II – a absolvição de:

a) Indusval S/A CTVM, Banco Indusval S/A, Luiz Masagão Ribeiro, Carlos Ciampolini, José Renato Ribeiro Mendes, Pedro Henrique Tinoco Duarte e Cezar Maurício Cossenza Júnior de infração ao item I, conforme definido no item II, alíneas a, c e d, da Instrução CVM Nº 8/79;

b) José Renato Ribeiro Mendes e Pedro Henrique Tinoco Duarte de infração à alínea a do item XIII da Resolução CMN nº 238/72; e

c) Banco de Montreal S/A - Montrealbank (atual HSBC Investment Bank S/A – Banco de Investimento), Montrealbank S/A DTVM (atual HSBC Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S/A) e Aristeu Zanuncio de infração aos itens I, II e IV do artigo 10 e ao item IX do artigo 11, ambos da Instrução CVM Nº 82/88;

III – a exclusão de Banco Indusval S/A e de seu diretor presidente Luiz Masagão Ribeiro de infração à alínea a do item II do artigo 11 da Instrução CVM Nº 33/84 e de Cezar Maurício Cossenza Júnior de infração à alínea a do item XIII da Resolução CMN nº 238/72 por terem sido indiciados indevidamente por erro na intimação.

É o meu VOTO.

Rio de Janeiro, 22 de agosto de 2006.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

1 Cliente da Indusval Corretora; à época dos fatos era sócio minoritário da Pit DTVM e da Pit Commodities Mercantil S/C Ltda.; posteriormente, passou a ser diretor adjunto comercial da Indusval.

2 Agente autônomo credenciado pela Indusval até março de 1993; profissional de mercado, trabalhou até o final de 1993 na mesa de operações onde atendia ordens de clientes, principalmente as transmitidas pelo Grupo Montrealbank.

3 Agente autônomo credenciado pela Indusval, profissional de mercado, atuava na mesa de operações recepcionando ordens de clientes

4 \*Art. 11 – Na distribuição dos negócios realizados para o atendimento das ordens recebidas, deverão ser obedecidos os seguintes critérios:

(...)

II – a distribuição de um negócio para o atendimento de ordens observará os seguintes critérios de prioridade:

a) as ordens por conta de clientes não profissionais de mercado serão atendidas antes das emitidas por conta de clientes profissionais de mercado;"

5 \*XIII – É vedado ao agente autônomo de investimento:

a) praticar operações em seu próprio nome ou por conta e ordem de sociedade pela qual não esteja credenciado;"

6 \*Art. 10 – A pessoa física ou jurídica diretamente responsável pela administração de carteira de valores mobiliários deverá observar as seguintes normas de conduta:

I – desempenhar suas atribuições de modo a atender aos objetivos de investimento do(s) titular(es) da carteira;

II – cumprir todas as suas obrigações, devendo empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar na administração de seus próprios negócios, respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob a sua gestão;

(...)

IV – evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes;"

\*Art. 11 – É vedado ao administrador de carteira:

(...)

IX – negligenciar, em qualquer circunstância, a defesa dos direitos e interesses do titular da carteira, ou omitir-se em relação à mesma;"

7 Este valor decorre do seguinte cálculo: valor da operação de venda em 12.02.93: Cr\$1.017.000.000,00 (3.000.000 de ações X Cr\$332,00); valor em UFIR em fevereiro de 1993: 105.970,28 (Cr\$1.017.000.000,00 / Cr\$9.597,03, valor da UFIR vigente no primeiro dia útil do mês respectivo); valor em Reais R\$12.762,97 (105.970,28UFIR X 1,0641 – valor da última UFIR); valor máximo da multa: R\$33.828,89 (30% de R\$112.762,97).

Voto proferido pela Diretora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana na Sessão de Julgamento do dia 22 de agosto de 2006.

Eu acompanho o diretor-relator.

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

Diretora

Voto proferido pelo presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, na Sessão de Julgamento do dia 22 de agosto de 2006.

Eu também acompanho o voto do Diretor Relator e proclamo o resultado do julgamento nos termos constantes de seu voto. Em relação aos indicados absolvidos, informo que a CVM interporá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e, aos indicados condenados, está facultado o recurso àquele mesmo Conselho no prazo regulamentar.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente