

SESSÃO DE JULGAMENTO
DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR
CVM Nº 29/03

Acusados: Canadian Financial Corporation S.A.

Eduardo Brenner

Hedging-Griffo CV S.A.

Luís Stuhlberger

Maximizer International Bank S.A.

Michael A. Barth

Utilities Emerging Markets Fund LLC

Ementa: **Operações de manipulação de preços e de prática não-eqüitativa, conforme definidas pelo item II, alíneas b e d, da Instrução CVM nº 08/79. Absoluções.**

Falta de probidade, por parte de sociedade corretora, na condução de suas atividades no melhor interesse de seus clientes e na integridade do mercado, em infração ao art. 1º, I, da Instrução CVM nº 220/94. Absoluções.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos decidiu absolver os acusados acima mencionados, que não propuseram celebração de termo de compromisso, das imputações que lhes foram formuladas.

A CVM interporá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional em virtude das absolvições proferidas.

Presente à sessão de julgamento o procurador-federal José Roberto Pinguêlo Leite, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Presentes os diretores Pedro Oliva Marcilio de Sousa, relator, Maria Helena de Santana e o presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 16 de janeiro de 2007.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor Relator

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão de Julgamento

Relatório

01. Trata-se de relatório de Comissão de Inquérito, instaurada através da Portaria CVM/SGE/Nº177, de 11.12.03, com a finalidade de apurar eventual ocorrência de irregularidades em negócios realizados na Sociedade Operadora de Mercado de Ativos S/A ("SOMA"), envolvendo as pessoas acima relacionadas.

Dos Fatos

02. Em 19.01.01, a Secretária de Previdência Complementar ("SPC") encaminhou, por intermédio do Ofício 2248/SPC/CGFR (fl. 04), relatório de informações fiscais (fls. 05/64) e respectivos anexos (fls. 65/214), em que foram apontadas possíveis irregularidades em operações envolvendo a carteira de ações pertencentes à Fundação de Seguridade Social dos Sistemas Embrapa e Embrater ("CERES"), que passou para a administração da Stock Máxima

S/A Corretora de Câmbio e Valores ("Stock Máxima"), sucedida pela Máxima S/A Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários ("Máxima") em 31.08.99.

03. Nos termos do relatório da SPC, as ações de propriedade da CERES, ao tempo em que foram transferidas para a administração da Stock Máxima, tiveram "seu maior pico de baixa no ano de 1999", havendo a possibilidade da CERES desembolsar altos valores a título de taxa de performance, devido à desvalorização atípica no momento da transferência. Também foi cogitada a hipótese de ocorrência de uma queda intencional nos preços de algumas das ações que compunham a carteira da CERES, em data anterior à transferência das ações para a Stock Máxima.

04. No que se refere ao contrato de administração de recursos em regime compartilhado, celebrado entre a CERES e a Stock Máxima, o relatório da Comissão de Inquérito apontou que, embora a corretora fosse responsável por sugerir e apontar as políticas de investimento da carteira, as decisões referentes às negociações e movimentação de títulos necessitavam de prévia autorização da diretoria da CERES (fls. 74/75).

05. Em 31.08.99, data em que começou a vigorar o contrato, as ações que compunham a carteira da CERES foram precificadas pela última cotação de mercado ou, no caso específico das ações de emissão da Embratel Operadora, pelo seu valor patrimonial. Pela prestação dos serviços, ficou estabelecido uma taxa de administração de 2% a.a, incidente sobre o patrimônio líquido da carteira, a ser recolhido mensalmente, bem como um prêmio de performance de 15% sobre a rentabilidade que excedesse a variação do IGP-M/FG no período, acrescido de uma taxa de 12% a.a, diariamente provisionada e creditada à Stock Máxima no encerramento de cada semestre (fls. 346).

06. Tendo em vista os termos da Carta Circular BACEN 2.893/99, relativa à administração de recursos de terceiros, a Stock Máxima celebrou contrato de gestão da carteira da CERES com a Máxima Asset Management S/A ("Máxima Asset Management") (fls. 368).

07. Com fundamento nos fatos apurados, a Comissão de Inquérito confirmou os termos do relatório da SPC, quanto ao fato de que fundos exclusivos de outras entidades de previdência fechada, igualmente administrados pela Stock Máxima, tomaram parte de operações entendidas como irregulares, que envolviam ações originadas da carteira da CERES. Apontou o relatório que os seguintes fundos exclusivos sob a administração da Stock Máxima e/ou da Máxima Asset Management foram prejudicados em operações ocorridas na SOMA (em conjunto, "Fundos Administrados"):

- i. Máxima Tele-Part FIA - cotista Postalís Instituto de Seguridade Social ("Postalís");
- ii. Máxima Infra-Part FIA - cotista Instituto Portus de Seguridade Social ("Portus");
- iii. Winner FIA - cotista Sasse Companhia Nacional de Seguros ("Sasse"); e
- iv. Máxima Maxyeld FIA - cotista Fundação Vale do Rio Doce ("Valia").

Ações da Telepará PCN

08. Em 31.08.99, a CERES transferiu 15.910.450 ações da Telepará PNC para administração da Stock Máxima, ao preço de R\$ 30,00/ote de mil, tendo sido este o preço de fechamento do último negócio realizado na SOMA, em 06.08.99. Ressaltou o relatório, com base nos mapas de comitentes (fls. 636/644), que além de ter sido o único negócio registrado no mês em referência, foi fechado a um preço inferior ao que vinha sendo praticado no mercado a vista desde o início do ano, situado entre R\$ 40,00 e R\$ 45,00.

09. Os papéis Telepará PCN somente foram objeto de negociação por parte da carteira da CERES no pregão de 03.05.00, quando foram vendidas 12.000.000 ações para dois comitentes, investidores não-residentes, a saber: 6.000.000 para o The First Stock Equity Fund LLC ("First Fund"), representado pela própria Stock Máxima, ao preço de R\$ 69,00; e 6.000.000 para o Canadian Financial Corporation ("Investidor Canadian"), representado pela Hedging-Griffo Corretora de Valores S/A ("Hedging-Griffo") a R\$ 67,00 (fls. 639).

10. Em 09.05.00 esses mesmos papéis foram novamente negociados pelos mesmos investidores estrangeiros, em um único negócio, sendo que o Investidor Canadian adquiriu 100.000 ações do First Fund ao preço de R\$ 80,00 (fls. 639).

11. Em 10.05.00, às 15h55m, a Atrium Participações Ltda. vendeu 174.000 ações Telepará PNC ao preço de R\$ 95,00 para o Máxima Tele-Part Fundo de Investimento em Ações ("Tele-Part"), administrado pela Máxima Asset Management e cujo cotista exclusivo era a fundação Postalís (fls. 394). Às 16h40m, o fundo Tele-Part adquiriu mais 3.000.000 de ações, dessa vez do Investidor Canadian, ao preço de R\$ 85,00 (fls. 639).

12. Em 11.05.00, o First Fund alienou 5.900.000 ações, quase a totalidade daquelas adquiridas da carteira da CERES, ao preço de R\$ 87,00 (fls. 639). Nessa operação, 5.000.000 das ações do lote ofertado foram adquiridas pelo fundo Tele-Part e as restantes 900.000, pelo Máxima Infra-Part Fundo de Investimento em Ações ("Infra-Part"), administrado pela Máxima Asset Management, cujo único cotista era o Instituto Portus (fls. 407). Essa operação propiciou ao First Fund um lucro bruto estimado em R\$ 106.200,00, vez que o papel foi adquirido da CERES ao preço de R\$ 69,00 (fls. 1.052).

13. Ainda no pregão de 11.05.00, o Investidor Canadian vendeu as 3.100.000 ações Telepará PNC, que ainda possuía, ao fundo Infra-Part, ao preço de R\$ 87,00. Tais operações garantiram àquele investidor estrangeiro um ganho bruto de R\$ 114.000,00 (fls. 639 e 1.052). Por fim, também no pregão de 11.05.00, o fundo Tele-Part adquiriu, em operação a mercado, 2.000 ações Telepará PNC da corretora Bancocidade ao preço de R\$ 80,00 (fls. 639).

14. Posteriormente, apurou-se que em 24.05.00 o preço da ação caiu para R\$ 60,30. Nesse mesmo dia, ao final do pregão, os fundos Tele-Part e Infra-Part realizaram operações diretas de pequena monta que, segundo a comissão de inquérito teria o objetivo de elevar o preço de fechamento do papel. Às 16h25m, o fundo Tele-Part comprou, do fundo Infra-Part, 50.000 ações ao preço de R\$ 72,00. Às 16h31m, o fundo Tele-Part adquiriu mais 100.000 ações junto ao fundo Infra-Part, dessa vez ao preço de R\$ 82,00, provocando uma variação de 13,88% na cotação em pouco mais de cinco minutos.

15. Concluiu o relatório que os investidores estrangeiros First Fund e Investidor Canadian bem como a Máxima Asset Management, manipularam os preços dos papéis Telepará PNC e utilizaram-se de práticas não-equitativas, em prejuízo dos fundos Tele-Part e Infra-Part.

Telepará Celular PNB

16. Em 31.08.99, foram transferidos 15.910.450 ações Telepará Celular PNB da carteira própria da CERES para a carteira administrada pela Stock Máxima, ao preço de R\$ 13,80/lote de mil, cotação relativa ao último negócio registrado com o papel no mercado a vista, ocorrido no pregão da SOMA de 06.08.99 (fls. 653).

17. Em 15.10.99, as ações foram integralmente alienadas da carteira da CERES ao preço de R\$ 18,00, tendo como comitente comprador o investidor não-residente The Maxima Multiportfolio Fund LLC ("Máxima Fund"), representado pela Stock Máxima (fls. 653). Esta operação gerou para a CERES um lucro bruto aproximado de R\$ 66.000,00 em relação ao volume financeiro transferido para a carteira administrada em 31.08.99.

18. Em 18.10.99, o Maxima Fund vendeu, ao preço de R\$ 24,00 (33% acima da cotação de compra), 50.000 ações do lote adquirido da CERES para o Majesty Fundo Mútuo de Investimento em Ações ("Majesty"). Ressaltou o relatório que esse negócio foi de baixo volume financeiro - da ordem de R\$ 1.200,00 - e o único registrado com o papel na SOMA, naquele dia (fls. 653).

19. Em 21.10.99, o Maxima Fund figurou como parte compradora de um lote de 200.000 ações ao preço de R\$ 30,00, tendo como contraparte vendedora o Clube Aberto Icoari-2 (fls. 653). No pregão seguinte, o citado investidor estrangeiro alienou integralmente sua posição (16.060.450 ações) para o fundo Majesty, ao preço de R\$ 35,00.

20. Em 27.10.99, o fundo Majesty alienou sua posição para os fundos Infra-Part (4.000.000) e Tele-Part (12.110.450) ao preço de R\$ 36,00, auferindo um ganho bruto aproximado de R\$ 16.600,00 na operação (fls. 654).

21. Em 18.04.00, os fundos exclusivos Infra-Part e Tele-Part alienaram o lote adquirido do fundo Majesty para o investidor estrangeiro Investidor Canadian ao preço de R\$ 35,10 (fls. 656).

22. Nos pregões de 03 e 04.05.00, o Investidor Canadian revendeu as ações Telepará Celular PNB, ao preço de R\$ 50,00 para dois outros comitentes, a saber: a carteira administrada da CERES, que recomprou 8.000.000 de ações, e o Íris Fundo de Investimento em Ações ("Íris"), administrado pela Stock Máxima, o qual adquiriu 8.110.450 papéis. Tal operação propiciou ao investidor estrangeiro um ganho bruto de R\$ 240.045,71, em detrimento dos compradores anteriormente citados.

23. Finalmente, em 12.06.00, por força de reestruturação societária implementada pela *holding* Tele Norte Celular, as ações Telepará Celular PNB foram convertidas em preferenciais de emissão da Telma Celular (TMAC6) (fls. 667). Por sua vez, os papéis remanescentes na carteira CERES foram integralmente alienados em 07.12.00, pelo valor total de R\$ 504.902,89 (fls. 555).

Telma ON

24. Em 31.08.99, foram transferidas para a administração da Stock Máxima 21.870.000 ações Telma ON, ao preço do

último negócio efetuado com o papel, ou seja, R\$ 26,00. Sustenta o relatório que o último negócio com as ações Telma ON antes da transferência ocorreu em 30.08.99, pregão em que a cotação caiu acentuadamente de R\$ 36,00 para R\$ 26,00.

25. Após a transferência da posição acionária da CERES para a administração da Stock Máxima, verificou-se que no pregão de 01.03.00 toda a posição foi vendida ao preço de R\$ 25,00, tendo apurado a fundação um prejuízo bruto de R\$ 21.870,00, a contar do momento da transferência. Tal operação foi executada por meio de negócio direto, no qual o Maxima Fund figurava na ponta de compra (fls. 671).

26. Relata a Comissão de Inquérito que após a venda efetuada, as cotações do papel reportaram significativa valorização, em função de operações de pequena monta, nas quais o comitente Maxima Fund atuava como vendedor. Com base nos mapas da SOMA (fls. 671), apurou-se que, nos pregões de 03 e 09.03.00, o Maxima Fund vendeu 320.000 ações a preços que variaram de R\$ 30,00 a R\$ 45,00 por meio de quatro negócios, listados a seguir (fls. 1.630, quadro 11):

Operações selecionadas com Telma ON

Pregão	Hora	Corretora	Comitente	C/V	Quantidade	Preço (R\$)	Financeiro (R\$)
01/03/00	12:52	014	Maxima Fund	C	21.870.000	25,00	546.750,00
01/03/00	12:52	014	CERES	V	21.870.000	25,00	546.750,00
01/03/00	12:55	014	Maxima Fund	C	42	25,00	1,05
01/03/00	12:55	014	CERES	V	42	25,00	1,05
03/03/00	12:37	248	Otacílio G. Ferraz	C	10.000	30,00	300,00
03/03/00	12:37	014	Maxima Fund	V	10.000	30,00	300,00
03/03/00	17:56	014	Máxima Invest. e Part.	C	10.000	35,00	350,00
03/03/00	17:56	014	Maxima Fund	V	10.000	35,00	350,00
09/03/00	16:15	248	Otacílio G. Ferraz	C	200.000	40,00	8.000,00
09/03/00	16:15	014	Maxima Fund	V	200.000	40,00	8.000,00
09/03/00	16:46	009	Cor. Souza Barros P/CT.4628	C	100.000	45,00	4.500,00
09/03/00	16:46	014	Maxima Fund	V	100.000	45,00	4.500,00

27. As operações elencadas no quadro acima indicariam que o preço da ação foi artificialmente valorizado, a fim de permitir que o Maxima Fund revendesse as ações que possuía a preços mais vantajosos para fundos exclusivos sob gestão da Máxima Asset Management.

28. Após tal valorização (de R\$ 25,00 para R\$ 45,00 no espaço de nove dias), em negócios que sempre contaram com a participação do Maxima Fund, verificou a investigação que, em 13.03.00, esse investidor estrangeiro vendeu, em duas operações diretas, 10.000.000 de ações para o Winner Fundo de Investimento de Ações ("Winner"), administrado pela Máxima Asset Management.

29. No pregão posterior (14.03.00), o Maxima Fund alienou o restante do lote adquirido da carteira da CERES a três fundos sob administração da própria corretora Stock Máxima/Multistock, ao preço de R\$ 47,00: Tele-Part (6.000.000), Infra-Part (2.750.000) e Maxyield (2.800.000) (fls. 671 e 672). Segundo a Comissão de Inquérito, tais operações, efetuadas a preços superiores aos praticados no mercado e em horários próximos ao encerramento do pregão teriam sido orquestradas com o propósito de elevar artificialmente as cotações.

Telma PND

30. Em 31.08.99, 17.000.000 de ações Telma PND foram transferidas para a administração da Stock Máxima ao preço de R\$ 42,00/lote de mil, cotação do último negócio registrado com o papel, que ocorreu no pregão de 01.07.99

(fls. 687).

31. As ações mantidas pela carteira foram integralmente alienadas no pregão de 28.12.00, ao preço de R\$ 46,00, tendo como comitente comprador o Maxima Fund.

32. Nos pregões imediatamente subseqüentes a referida venda efetuada, as ações da Telma PND tiveram forte valorização, por meio de operações nas quais o Maxima Fund figurou com habitualidade na contraparte vendedora. No primeiro negócio, realizado em 09.01.00, a cotação atingiu R\$ 54,00, registrando valorização superior a 15% (fls. 689).

33. Até o pregão de 15.01.01, o Maxima Fund alienou 10.800.000 ações do lote adquirido da carteira da CERES, a preços que variaram entre R\$ 53,00 e R\$ 60,00. A venda mais expressiva, em termos de quantidade (10.000.000 de ações), ocorreu em 10.01.01, tendo o investidor estrangeiro Investidor Utilities ("Investidor Utilities"), administrado pela Hedging-Griffo, na ponta compradora, ao preço de R\$ 55,00 (fls. 689).

34. Em 18.01.01, o Máxima Maxyield Fundo de Investimento em Ações ("Maxiyield"), administrado e gerido pela Máxima Asset Management, adquiriu o papel, tendo o Investidor Utilities como contraparte, ao preço de R\$ 68,00.

35. Tais operações evidenciariam uma "triangulação", efetuada pelos investidores não-residentes Maxima Fund (representado pela Stock Máxima) e Investidor Utilities (representado pela Hedging-Griffo), com a finalidade de auferir ganhos em detrimento do fundo Maxiyield, o que teria propiciado um ganho bruto estimado em R\$ 130.000,00 para o Investidor Utilities e R\$ 90.000,00 para o Maxima Fund (fls. 1.055).

Telern Celular PNB

36. Esses papéis foram transferidos para a carteira administrada da CERES a R\$ 15,00/lote de mil, preço médio registrado no pregão de 31.08.99.

37. Em 24.09.99, a carteira da CERES liquidou integralmente sua posição no papel, mediante operação com o fundo estrangeiro First Fund, ao preço de R\$ 13,40. Posteriormente, o papel registrou sucessivas altas, atingindo as cotações de R\$ 16,00; R\$ 18,50 e R\$ 24,00, nos pregões de 28 e 29.09 e 01.10.99, respectivamente. Ressaltou o relatório que essa valorização se deu por meio de poucos negócios (quatro ao total) de reduzido valor. Nessas negociações, ocorreu a participação do First Fund, ora como comprador, ora como vendedor.

38. No pregão de 05.10.99, o First Fund revendeu as 9.240.132 ações a R\$ 26,00 para o fundo Infra-Part, auferindo, um lucro bruto estimado em R\$ 116.425,67 (equivalente a um retorno de 94% em apenas dez dias), o que caracterizaria uma prática não-eqüitativa (fls. 1.056).

39. Apurou-se, também, que no período de 05.10.99 a 10.04.00, o fundo Infra-Part adquiriu ações Telern Celular PNB em operações a mercado (fls. 736 a 745). Em 10.03.00, o referido fundo comprou 1.240.000 ações a R\$ 45,00, preço superior aos dos pregões imediatamente anteriores (fls. 743 e 744).

40. Mais adiante, em 18.04.00, o fundo Infra-Part alienou 9.500.000 ações a R\$ 50,00, tendo como adquirente o Investidor Canadian, investidor estrangeiro cujo representante no país é a corretora Hedging-Griffo (fls. 746). Em 03.05.00, o Investidor Canadian revendeu exatamente o mesmo lote ao preço de R\$ 63,00, tendo como contraparte compradora o fundo Maxiyield, propiciando ao investidor não-residente um ganho bruto estimado de R\$ 123.500,00 num intervalo aproximado de 15 dias (fls. 1.056).

Telpe Celular PNB

41. Em 31.08.99, foram transferidas 42.248.179 ações Telpe Celular PNB para a administração da Stock Máxima ao preço de R\$ 11,07/lote de mil.

42. Em 05 e 07.01.00, a posição em Telpe Celular PNB foi liquidada integralmente, para o fundo Maxiyield, em operação direta intermediada pela Stock Máxima, ao preço de R\$ 13,65 (fls. 812 e 813).

43. Apurou a Comissão de Inquérito que, no pregão de 08.12.99, às 11h46m, o fundo Tele-Part alienou 20.000.000 de ações Telpe Celular PNB ao Maxima Fund, ao preço de R\$ 14,05. O fundo Tele-Part recomprou as ações ao fim do pregão, às 17h09m, ao preço de R\$ 16,40 (cotação máxima do dia). Ressaltou-se que o último negócio executado antes do fechamento desse *day-trade* ocorreu às 16h27m, tendo terceiros negociado o papel ao preço de R\$ 15,00 (fls. 809 a 811).

44. Tais operações teriam a finalidade de gerar ganhos para o Maxima Fund, em detrimento do fundo Tele-Part,

acarretando a este prejuízo da ordem de R\$ 47.000,00 (fls. 1.057).

Teleceará PNC

45. 14.181.700 ações Teleceará PNC foram transferidas da carteira da CERES para a administração da corretora Stock Máxima em 31.08.99, sendo o ativo precificado a R\$ 80,00/lote de mil, preço registrado na última negociação do papel anteriormente à transferência, que ocorreu em 05.08.99 (fls. 824).

46. Relativamente aos negócios realizados em nome da carteira administrada da CERES, houve em 22.10.99 a alienação de um pequeno lote das ações em questão ao preço de R\$ 150,00, em favor do First Fund (fls. 825). Relata a Comissão de Inquérito que as negociações mais expressivas só ocorreram em maio de 2000, no pregão do dia 12, quando foi alienada toda a posição mantida em carteira. Naquele dia, o Investidor Canadian adquiriu 14.162.171 ações, a R\$ 14,00, enquanto o investidor Otacílio Guimarães Ferraz comprou os 10.000 restantes a R\$ 14,05 (fls. 826 e 827). Salientou-se que este patamar de preço não ensejou prejuízo para a carteira de renda variável da fundação CERES, uma vez que houve mudança no lote-padrão de negociação do papel, que passou de 1.000 para 100, a partir de 01.11.99, conforme esclarecimento prestado pela SOMA (fls. 828).

47. Após a venda efetuada pela carteira administrada, o preço do papel valorizou-se fortemente, apesar do reduzido volume negociado, atingindo a máxima de R\$ 20,00 nos pregões de 17 e 23.05.00. Tal fato se deveu, sobretudo, à atuação dos investidores estrangeiros Investidor Canadian e First Fund, que negociaram pequenos lotes nesse período, determinando, na prática, o preço de mercado do papel (fls. 827).

48. Em 23.05.00, o Investidor Canadian vendeu parte do lote adquirido da carteira da CERES para o fundo Winner, cujo cotista único é a Sasse (fls. 414 a 426), que adquiriu 4.409.000 ações, ao preço de R\$ 20,00, ou seja, um patamar 42,8% superior ao registrado quando da venda da carteira da CERES, ocorrida no pregão de 12.05.02.

49. Sustenta a Comissão de Inquérito que o preço da ação foi artificialmente elevado por intermédio de negociações de reduzido valor financeiro nos pregões de 16 e 17.05.00, efetuadas pelos investidores First Fund e Investidor Canadian. Este último comitente pretendeu revender a preços mais vantajosos parte do lote adquirido da CERES para o fundo Winner, possibilitando um ganho bruto estimado em R\$ 264.542,34 (fls. 1.058).

Teleceará Celular PND

50. Em 31.08.99, 14.181.700 ações Teleceará Celular PND foram transferidas para a carteira administrada a R\$ 30,05/lote de mil, preço calculado com base no último negócio realizado com o papel, ocorrido em 23.07.99 (fls. 834).

51. Em 23.09.99, foi promovida a venda integral da posição em carteira, mediante operação intermediada pela Stock Máxima, ao preço de R\$ 33,00, para o fundo First Fund.

52. A partir de 24.09.99, a ação teve uma valorização significativa, em face de uma série de transações de pequena monta, todas diretamente executadas pela Stock Máxima, nas quais figuraram preponderantemente os comitentes Maximizer International Bank ("Investidor Maximizer") e First Fund (fls. 834), ambos investidores estrangeiros representados no país pela citada corretora. Apurou-se no cadastro às fls. 495, que o First Fund era "passageiro" de uma conta coletiva, cujo titular era o Investidor Maximizer, investidor com sede em Cook Islands (fls. 1599 a 1604), cuja pessoa autorizada a emitir ordens de negociação era o Sr. Michael A. Barth, consoante informado em correspondência às fls. 1.598.

53. Alega a Comissão de Inquérito que "face aos inexpressivos valores envolvidos nas negociações apresentadas no quadro adiante (quadro 27 do relatório, fls. 1.644), não há motivo plausível para que o administrador de carteira de um investidor estrangeiro realize operações dessa natureza, a não ser para criar artificialmente um novo referencial de preços":

OPERAÇÕES SELECIONADAS COM TELECEARÁ CELULAR PND

Pregão	Hora	Corretora	Comitente	C/V	Quantidade	Preço (R\$)	Financeiro (R\$)
24.09.99	17:07	014	Investidor Maximizer	C	100.000	36,00	3.600,00
24.09.99	17:07	014	First Fund	V	100.000	36,00	3.600,00
27.09.99	17:13	014	First Fund	C	50.000	39,00	1.950,00

27.09.99	17:13	014	Investidor Maximizer	V	50.000	39,00	1.950,00
28.09.99	16:58	014	Investidor Maximizer	C	10.000	44,00	440,00
28.09.99	16:58	014	First Fund	V	10.000	44,00	440,00
29.09.99	12:35	450	João Bosco M. da Costa	C	100.000	50,00	5.000,00
29.09.99	12:35	014	First Fund	V	100.000	50,00	5.000,00

54. Após essas operações, o First Fund alienou a maior parte do lote adquirido da carteira da CERES para 4 diferentes fundos sob administração da própria corretora Stock Máxima: Tele-Part, Infra-Part e Maxyield, além do Máxima Access Fundo de Investimento em Ações (fls. 835). Diferentemente dos demais administrados, todos exclusivos, o fundo Access era um fundo de varejo, conforme se constata pelos documentos de fls. 1.605/1.608. Mediante as operações em tela, executadas nos pregões de 29.09 a 01.10.99, o First Fund apurou um lucro bruto aproximado de R\$ 173.350,77 (fls. 835, 1.060 e 1.061).

55. Outro investidor estrangeiro beneficiado pelas operações em questão foi o The Máxima Multiportfolio Fund LLC. O citado não-residente adquiriu 1.000.000 de ações Teleceará Celular PND, no pregão de 30.09.99, ao preço de R\$ 49,00 tendo na contraparte o First Fund. Esse lote foi revendido pelo The Máxima Multiportfolio Fund LLC poucos dias depois, em 19.10.99, para o fundo Tele-Part a R\$ 60,00 por meio de uma operação executada pela corretora Stock Máxima, o que configuraria, assim, uma operação triangular.

56. Além disso, verificou-se que o preço da ação continuou sendo valorizado mediante reduzidos negócios, até atingir o patamar de R\$ 60,00, em 19.10.99 (fls. 835). A partir do pregão de 21.10.99, ocorreram diversas operações de "troca de lotes" entre fundos administrados pela corretora Stock Máxima, conforme evidenciado no quadro a seguir (quatro 29 do relatório, fls. 1.646):

Operações selecionadas com Teleceará Celular PND

Pregão	Hora	Corretora	comitente	C/V	Quantidade	Preço (R\$)	Financeiro (R\$)
07.10.99	12:49	014	Fundo Infra-Part	C	15.000	50,00	750,00
07.10.99	12:49	014	Investidor Utilities	V	15.000	50,00	750,00
08.10.99	12:39	014	Fundo Maxyield	C	100.000	53,00	5.300,00
08.10.99	12:39	450	João Bosco M. da Costa	V	100.000	53,00	5.300,00
19.10.99	15:47	014	Fundo Tele-Part	C	1.000.000	60,00	60.000,00
19.10.99	15:47	014	Maxima Fund	V	1.000.000	60,00	60.000,00
20.10.99	13:54	376	Clube Aberto Icoari 2	C	416	49,00	20,38
20.10.99	13:54	285	Jose Almeida da Guia	V	416	49,00	20,38
21.10.99	17:50	014	Fundo Infra-Part	C	1.000.000	60,00	60.000,00
21.10.99	17:50	014	Fundo Access	V	1.000.000	60,00	60.000,00
21.10.99	17:56	014	Fundo Infra-Part	C	4.000.000	60,00	240.000,00
21.10.99	17:56	014	Fundo Tele-Part	V	4.000.000	60,00	240.000,00
21.10.99	17:57	014	Fundo Infra-Part	C	4.000.000	60,00	240.000,00
21.10.99	17:57	014	Fundo Maxyield	V	4.000.000	60,00	240.000,00
21.10.99	16:37	068	Opportunity Fund	C	3.500.000	40,00	140.000,00
21.10.99	16:37	068	Mercobank S/A	V	3.500.000	40,00	140.000,00
21.10.99	16:03	068	Mercobank S/A	C	3.500.000	30,00	105.000,00
21.10.99	16:03	190	Instituto Conab Seg. Soc.	V	3.500.000	30,00	105.000,00
22.10.99	12:37	014	Fundo Access	C	1.000.000	60,00	60.000,00
22.10.99	12:37	014	Fundo Infra-part	V	1.000.000	60,00	60.000,00

22.10.99	12:37	014	Fundo Tele-part	C	4.000.000	60,00	240.000,00
22.10.99	12:37	014	Fundo Infra-part	V	4.000.000	60,00	240.000,00
22.10.99	12:38	014	Fundo Maxyield	C	4.000.000	60,00	240.000,00
22.10.99	12:38	014	Fundo Infra-part	V	4.000.000	60,00	240.000,00
22.10.99	15:58	014	Fundo Infra-part	C	100.000	60,00	6.000,00
22.10.99	15:58	014	Fundo Maxyield	V	100.000	60,00	6.000,00
27.10.99	12:47	014	Fundo Tele-part	C	500.000	60,00	30.000,00
27.10.99	12:47	014	Fundo Infra-part	C	500.000	60,00	30.000,00
27.10.99	12:47	014	Fundo Access	V	1.000.000	60,00	60.000,00

57. A leitura do quadro acima, no qual as referidas operações encontram-se tabuladas, indicaria que, além de previamente concebidas, objetivavam manter o papel sobrevalorizado. Ressaltou-se que as únicas operações não intermediadas pela Stock Máxima, no pregão de 21.10.99, foram fechadas a preços bem inferiores (R\$ 30,00 e R\$ 40,00) aos observados nos negócios envolvendo fundos administrados pela citada corretora (fls. 835 e 836).

58. Também se observou a ocorrência, entre os dias 10 e 14.12.99, de uma operação triangular, na qual a carteira própria da Stock Máxima adquiriu 3.615.000 ações do Máxima Fund a R\$ 60,00 e, mais tarde, revendeu o lote para um fundo exclusivo sob sua administração – Maxyield – , pelo mesmo preço de aquisição. Outra operação dessa natureza envolvendo essas mesmas pessoas ocorreu no pregão seguinte.

59. Relatou-se que no período compreendido entre 23.09 e 15.12.99, a quase totalidade dos negócios com ações Teleceará Celular PND teve como partes e contrapartes clientes da corretora Stock Máxima. Dentre os trinta e três negócios realizados naquele período, nos mercados a vista e fracionário da SOMA, em apenas três não houve a participação de comitentes vinculados àquela corretora.

60. A realização dessas operações possibilitaram a geração de ganhos para investidores não-residentes, nos seguintes montantes: (i) R\$ 189.350,77 para o First Fund; e (ii) R\$ 11.000,00 para o Maxima Fund.

Telegoiás Celular ON

61. A CERES, em 31.08.999, transferiu 27.185.865 ações Telegoiás Celular ON para a administração da Stock Máxima ao preço de R\$ 19,50.

62. Relativamente às movimentações após a transferência, verificou a investigação que, no pregão de 22.09.99, a carteira administrada da CERES efetuou a compra de 55.000 ações Telegoiás Celular ON ao preço de R\$ 18,15, aumentando sua posição para 27.240.865 ações (fls. 861). Poucos dias depois, em 14.10.99, esse lote foi integralmente vendido a R\$ 19,00, em operação intermediada pela Stock Máxima, tendo na ponta compradora o Maxima Fund (fls. 862). Este investidor estrangeiro negociou o papel nos pregões subseqüentes (15 e 18.10.99), transacionando pequenos lotes a preços que variaram de R\$ 19,00 a R\$ 23,00

63. No pregão de 19.10.99, o Maxima Fund alienou o lote adquirido da carteira da CERES pelo preço de R\$ 25,00, tendo como contraparte o fundo Tele-Part. Ressaltou-se que o preço obtido pelo Maxima Fund, além de ter sido 31,5% superior ao custo de aquisição do papel, foi a cotação máxima registrada naquele pregão (fls. 863).

64. Ainda, que, no mesmo pregão, o fundo Tele-Part adquiriu, a mercado, lotes menores a preços inferiores ao registrado na operação fechada com o Maxima Fund.

65. Entendeu a Comissão de Inquérito que, face ao reiterado *modus operandi*, o fundo Tele-Part adquiriu, em operações realizadas pela própria corretora Stock Máxima, ações cujos preços foram artificialmente inflados com o propósito de possibilitar ganhos expressivos para o investidor Maxima Fund, em curto intervalo de tempo.

66. A Comissão de Inquérito requisitou à Máxima, na condição de sucessora da Stock Máxima/Multistock, por meio do Termo de Intimação CVM/SFI/GFE-2/Nº 016/04 (fls. 1.324), cópias de eventuais correspondências trocadas entre o administrador de carteira dos fundos exclusivos Tele-Part, Infra-Part, Maxyield e Winner, bem como da carteira administrada da fundação CERES, e seus respectivos cotistas, no período alvo da investigação (1999 a 2001).

67. Em resposta, a Máxima Asset Management e a Máxima DTVM remeteram vasta documentação, composta por diversas cópias de correspondências (fls. 1.333/1.585), além de uma carta (fls. 1.328/1.332), na qual ressalta que, para os fundos Tele-Part (Postalis), Infra-Part (Portus), Maxyield (Valia) e Winner (Sasse), "o administrador de carteira

atuava com poderes discricionários e que os horizontes de investimento dos aludidos fundos de investimento eram essencialmente de longo-prazo". Ressaltou, também, que para a carteira administrada da CERES a decisão de investimento era tomada conjuntamente com o investidor, considerando um horizonte de investimento de curto prazo.

Da Acusação

68. O grau de relacionamento entre os ora indiciados foi confirmado por depoimentos tomados pela área técnica da CVM dos indiciados Antônio Geraldo da Rocha, Paulo Sérgio Vieira de Resende, Saul Dutra Sabbá, Eduardo Brenner e Luís Stuhlberger [(fls.dos autos)].

69. Em conclusão, a Comissão de Inquérito entendeu que:

- i. as ações oriundas da carteira administrada da CERES eram alienadas, mediante negócios cursados na SOMA, para investidores não residentes, representados legal e tributariamente no país pela Stock Máxima e Hedging-Griffo e que, posteriormente, em geral num curto intervalo de tempo, tais ações sofriam uma artificial valorização em seus preços, notadamente mediante operações de pequeno volume;
- ii. posteriormente à valorização artificial das cotações, as ações eram vendidas por para administrados da Stock Máxima e/ou da Máxima Asset Management, na maioria das vezes fundos exclusivos de titularidade de investidores institucionais nacionais;
- iii. os seguintes fundos exclusivos de investidores institucionais foram lesados em operações envolvendo ações negociadas na SOMA, no período de 1999 a 2001: (a) Tele-Part (Postalis); (b) Infra-Part (Portus); (c) Maxyield (Valia); e (d) Winner (Sasse);
- iv. a própria carteira administrada da CERES e os fundos Íris Fundo de Investimento em Ações (Sasse Companhia Nacional de Seguros Gerais S.A.) e Máxima Access Fundo de Investimento em Ações (fundo de varejo), todos administrados pela corretora Stock Máxima, foram alvo de práticas não-equitativas;
- v. ficou constatado que os beneficiários das operações irregulares foram quatro investidores não-residentes: (a) Maxima Fund e First Fund, representados no país pela Stock Máxima/Multistock; (b) Investidor Utilities e Investidor Canadian, representados pela Hedging-Griffo;
- vi. a Stock Máxima e a Máxima Asset Management, seja na condição de administrador ou de gestor de fundos e carteiras de investidores institucionais, não demonstraram a probidade, a diligência e o zelo esperados na condução dos negócios dos referidos administrados; e
- vii. no que se refere à consistência da metodologia adotada pela Stock Máxima/Multistock no cômputo do prêmio de performance incidente sobre a carteira administrada da CERES, se a instituição administradora houvesse adotado os índices finais do IGP-M/FGV, ao invés daqueles relativos à segunda prévia, o prêmio a ser retido ao final do primeiro semestre de operação da carteira administrada (setembro de 1999 a fevereiro de 2000) seria menor em cerca de R\$ 33.800,00.

70. Por tais razões, foram apuradas as seguintes responsabilidades:

- i. descumprimento do item I da Instrução 08/79, pela prática dos atos caracterizados no item II, alíneas "b" (manipulação de preços) e "d" (prática não-equitativa) pelas seguintes pessoas: Stock Máxima, Máxima Asset Management, Saul Dutra Sabbá, Paulo Sérgio Vieira de Rezende, Eduardo Moraes de Carvalho, José Costa Gonçalves, First Fund, Maxima Fund, Barry William Herman, Hedging-Griffo, Investidor Canadian, Investidor Utilities, Luís Stuhlberger e Eduardo Brenner;
- ii. descumprimento do item I da Instrução 08/79, pela prática dos atos caracterizados no item II, alínea "b" (manipulação de preços), pelas seguintes pessoas: Investidor Maximizer e Michael A. Barth;
- iii. falta de diligência e não observância das atribuições inerentes aos administradores de carteira, em descumprimento dos incisos I e II, do art. 14, da Instrução 306/99, pelas seguintes pessoas: Máxima Asset Management, Stock Máxima, Saul Dutra Sabbá e Paulo Sérgio Vieira de Rezende;
- iv. falta de probidade na condução de suas atividades no melhor interesse dos clientes e na integridade do mercado, além de não agir de modo diligente na execução de ordens de negociação de valores mobiliários, configurando a inobservância dos incisos I e II, do art. 1º da Instrução 220/94, vigente à época dos fatos aqui relatados, pelas seguintes pessoas: Stock Máxima, Eduardo Moraes de Carvalho e José Costa Gonçalves;

- v. falta de probidade na condução de suas atividades na integridade do mercado, configurando a inobservância do inciso I, do art. 1º da Instrução 220/94, vigente à época dos fatos relatados, pelas seguintes pessoas: Hedging-Griffo e Eduardo Brenner.

Das Defesas

71. Todas os indiciados apresentaram defesa, exceto Investidor Maximizer e Michael A. Barth.

Defesa de José Costa Gonçalves (fls. 1.803/1.842)

72. Sustenta, inicialmente, o defendente, a existência de falhas e impropriedades no relatório da Comissão de Inquérito, eis que muito pouco acrescentou ao relatório recebido da SPC. Tal peça teria sido produzida com base em visão e considerações unilaterais, já que os três elementos envolvidos – carteira administrada da CERES, o sistema de negociação e contrapartes -, o subscritor do relatório somente tinha visão nítida de um desses elementos, ou seja, a carteira administrada da CERES.

73. A defesa também ressalta a existência de falha ao se apontar o cometimento dos ilícitos de manipulação de preços e prática não-equitativa previstos na Instrução 08/79 a um único ato, o que sustenta ser indevido. Alega que, ou deveria ter havido a conclusão pela ocorrência de manipulação de preços, através de negócios combinados ou, se tivesse ocorrido qualquer sorte de manipulação, o objetivo da Comissão de Inquérito deveria ser a busca de provas da ocorrência de prática não-equitativa, consistente na venda a preços manipulados. Neste último caso, o ilícito da manipulação estaria subsumido na prática não-equitativa, em obediência à vedação no princípio de que a infração almejada prevalece e anula a infração meio.

74. Com relação a função de diretor responsável exercida à época dos fatos, defende-se que sua responsabilidade se estendeu por apenas quatro jornadas em que foram realizados os negócios examinados nos presentes autos. E que, além de não ter sido ouvido pela Comissão de Inquérito, não se verifica qualquer linha no relatório elaborado a apontar-lhe a participação – comissiva ou omissiva – nos negócios apontados como irregulares, nem menção a seu nome, por qualquer dos depoentes, em qualquer documento constantes dos autos, com exceção ao que informou ser defendente diretor responsável pela Multistock S/A Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários, a partir 02.01.01.

75. Defende, por outro lado, a tese de que a responsabilidade objetiva não deve ter aplicação ao direito administrativo sancionador, por falta de amparo legal, doutrinário e jurisprudencial.

76. Quanto à acusação de infração ao art. 1º, incisos I e II da Instrução 220/94, sustenta o defendente sua inépcia, tendo em vista as seguintes alegações:

- i. desvio de finalidade, uma vez que a capitulação invocada tem como destinatárias exclusivas e específicas, as Bolsas de Valores;
- ii. ausência de penalidade específica prevista para o descumprimento dos incisos do art. 1º da Instrução 220/94 invocados; e
- iii. o relatório da Comissão de Inquérito não estabeleceu qualquer ligação entre o comportamento do defendente e a acusação formulada, não tendo apresentado qualquer comportamento atribuível ao defendente que sustentasse a existência de nexos causal com as alegadas improbidade e falta de diligência imputadas;

77. No que se refere às infrações aos itens I e II alíneas "b" e "d" da Instrução 08/79, sustenta que os únicos negócios em que o defendente encontrava-se na qualidade de diretor responsável, realizados entre 9 e 18 de janeiro de 2001, encontram-se de acordo com todas as regras aplicáveis.

78. Requer, ao final, o arquivamento do feito em relação a sua pessoa.

Defesa da Hedging-Griffo, Eduardo Brenner e Luís Stuhlberger (fls. 1.862/1.893)

80. Iniciaram os indiciados sua defesa afirmando que as operações objeto de investigação foram realizadas de forma lícitas, implicando em ganhos normais de mercado.

81. Com relação aos ilícitos apontados como praticados pelos defendentes, ressaltam os defendentes a necessidade de demonstração do elemento dolo para a sua configuração, o que não foi demonstrado, uma vez que:

- i. os defendentes desconheciam as pontas finais das operações e os ganhos obtidos foram compatíveis com os de mercado à época dos fatos;

- ii. a mera participação de fundos de pensão nas operações objeto deste inquérito não pode servir de indício de irregularidade, até porque o mercado específico das operações objeto das investigações tinha forte participação de investidores institucionais;
- iii. não haveria a possibilidade de existência de conluio entre os defendentes a Stock Máxima, eis que não havia nenhum relacionamento entre os presentes participantes do mercado que pudesse fundamentar a existência de um conluio; e
- iv. os investimentos decididos pelo defendente Luís Stuhlberger para os investidores não residentes citados no processo eram absolutamente consistentes com as decisões de investimentos por ele adotadas em inúmeras outras operações realizadas no mesmo período.

82. Quanto às acusações imputadas aos indiciados Hedging-Griffo e Eduardo Brenner sustenta a defesa que:

- i. a acusação de manipulação de preços e de realização de práticas não-eqüitativas necessitaria, para ter um mínimo de consistência, de alguma demonstração de que as ordens cursadas pela Hedging-Griffo teriam algum elemento de anormalidade que pudesse justificar o impedimento de sua realização pelo diretor responsável;
- ii. o relatório da Comissão de Inquérito não individualiza a conduta do indiciado Eduardo Brenner; e
- iii. a acusação de infração ao art. 1º d Instrução 220/94 não pode ser destinada a uma sociedade corretora ao seu diretor, conforme reiteradamente decidido pelo Colegiado da CVM.

83. Requerem, ao final, suas absolvições.

Defesas da Stock Máxima, Máxima Asset Management, Saul Dutra Sabbá e Paulo Sérgio Vieira Resende (fls. 1.935/1.388)

84. Alegam, inicialmente, a improcedência da acusação de manipulação de preços (instrução 08/79, item I, alínea "b") formulada contra os defendentes. Ressaltaram que, de acordo com a Comissão de Inquérito, quatro fundos de investimento estrangeiros teriam, através de operações de pequeno volume realizadas em bolsa durante os anos de 1999 a 2001, elevado de maneira artificiosa a cotação de oito papéis que compunham a carteira da CERES, transferida para a Stock Máxima, para depois revendê-los com lucro, para fundos também administrados pela Stock Máxima e, na maioria das vezes, fundos exclusivos que tinham como cotistas fundos de pensão brasileiros.

85. Sustentam que o processo de formação de preços desses oito papéis supostamente manipulados foi regular, não podendo ser apontado qualquer expediente manipulador. Que foi mantida a valorização desses papéis mesmo após encerradas as negociações que, de acordo com a Comissão de Inquérito, teriam servido de artifício para inflar suas cotações, permitindo que os fundos supostamente lesados obtivessem, na verdade, expressivos lucros com suas operações.

86. Sob o aspecto jurídico, a acusação também seria improcedente, por não demonstrar quais teriam sido os artifícios empregados com a finalidade de inflar a cotação dos ativos ou a existência de conluio entre os demais acusados. Ainda com relação aos defendentes, teriam sido estes indevidamente acusados pela suposta manipulação, uma vez que esses supostos expedientes manipuladores teriam sido praticados por terceiros (pelos fundos estrangeiros), cujas decisões não cabiam aos indiciados defendentes.

87. Não haveria procedência, também, em relação a acusação de prática não-eqüitativa (Instrução 08/79, Item I, alínea "d"), na medida em que existiria, no caso, um concurso aparente de normas, sendo esta acusação absorvida pela acusação de manipulação de preços.

88. A acusação de infração aos incisos I e II da Instrução 306/99, em razão da realização de uma operação *day-trade* e por um equívoco na numeração de duas ordens, ambas identificadas em operações pelo Fundo Tele-Part com ações Telpe Celular PNB em 08.12.99, também seria descabida ao se verificar a rentabilidade do fundo supostamente lesado durante os anos de 1999 a 2001: 140,3%, contra 25,73% do Ibovespa.

89. Quanto às infrações aos incisos I e II do art. 1º da Instrução 220/94, tais comandos legais seriam dirigidos às bolsas de valores, como já pacificado no âmbito do Colegiado da CVM.

Da Defesa de Eduardo Moraes de Carvalho (fls. 2.067/2.088)

90. Inicia o indiciado sua defesa sustentando a falta de individualização de qualquer conduta atribuída a sua pessoa. Com relação a sua atuação na Stock Máxima, na qualidade de diretor, ressalta que não foi executor de nenhuma

ordem emanada de quaisquer dos fundos administrados pela corretora. Segundo seu entendimento, as operações realizadas no mercado de balcão, cuja característica maior é a falta de liquidez e, por conseguinte, a volatilidade, não apresentavam qualquer tipo de irregularidade capaz de ensejar sua intervenção, sendo que as ordens eram transmitidas diretamente pelos clientes e pala Máxima Asset Management.

91. Quanto à acusação de manipulação de preços e prática não-eqüitativa, alega o defendente que as operações intermediadas pela Stock Máxima descritas nos autos foram revestidas de todas as formalidades legais, não configurando qualquer tipo de prática ilícita. E, com relação ao fiel cumprimento de seus deveres de probidade na condução de suas atividades, ressaltou que as operações realizadas por intermédio de outras corretoras não eram do seu conhecimento, não podendo ser apenado por uma suposta omissão, uma vez que tais operações tinham aparência de total regularidade e revestidas das formalidades legais.

Das Defesas de The First Stock Equity Fund LLC, The Máxima Multiportfolio Fund LLC e Barry William Herman (fls. 2.091/2.108)

92. Os defendentes argüiram, preliminarmente, questões relativas a: (i) absorção do ilícito de prática não eqüitativa pelo ilícito de manipulação de preços; e (ii) falta de especificação das condutas dos agentes indiciados que comprovem a autoria e a materialidade do ilícito. Tais questões implicariam no cerceamento de suas defesas, impossibilitando a elaboração de uma defesa técnica.

93. No que se refere à acusação da prática de manipulação de preços, sustentam que se trata de um ilícito que pressupõe os seguintes elementos: (i) dolo específico; (ii) prática de uma conduta proibida; e (iii) expediente idôneo a falsear o mercado. Não haveria nos autos, no entanto, referência a quaisquer das condicionantes dessa infração. Não foi provado a existência de dolo, mas apenas a sua presunção, bem como não foram apontados os expedientes utilizados com o propósito de falsear as cotações das ações objeto das investigações e, por fim, não foi provada a prática de qualquer conduta proibida por parte dos acusados.

94. Com relação à acusação de prática não-eqüitativa, defendem-se os indiciados ressaltando os seguintes pontos:

- i. os autos descrevem fatos conducentes à ilação de tratar-se, presumivelmente, do ilícito de manipulação e não o de prática não-eqüitativa, sendo esta última absorvida pela suposta existência de manipulação, configurando o denominado conflito aparente de normas;
- ii. a configuração do ilícito, além da demonstração dos requisitos previstos na Instrução 08/79, pressupõe a prova do conluio, conforme reiteradamente decidido pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional ("CRSFN"), o que não foi feito neste inquérito.

95. Requerem, ao final, seja declarada a improcedência das acusações contidas no relatório da Comissão de Inquérito.

Do Pedido de Celebração de Termo de Compromisso

96. Os indiciados Máxima, Máxima Asset Management, Saul Dutra Sabbá e Paulo Sérgio Vieira de Resende apresentaram proposta de celebração de Termo de Compromisso propondo-se a "custear integralmente um trabalho técnico de alto nível envolvendo ampla pesquisa para o desenvolvimento de uma metodologia própria para avaliação de ativos de baixa liquidez", contendo, ainda, as seguintes características:

- i. a pesquisa será desenvolvida por uma equipe de profissionais qualificados da Fundação Getúlio Vargas – FGV e coordenada pelo professor Dr. Ricardo Simonsen, Diretor Técnico da FGV Projetos;
- ii. o projeto terá como escopo a construção de uma metodologia para avaliação de ativos de baixa liquidez, como por exemplo participações acionárias relevantes;
- iii. após a entrega da pesquisa, a equipe coordenada pelo Prof. Dr. Ricardo Simonsen realizará quatro workshops, com duração de um dia, em diferentes localidades, a serem posteriormente designadas, dirigidos a administradores das entidades de previdência privada e a integrantes das áreas técnicas da CVM e da SPC.

97. Propuseram os indicados, ainda, o pagamento da quantia equivalente a R\$ 30.000,00, a título de ressarcimento de custos decorrentes da tramitação do processo administrativo.

98. Sobre a proposta de celebração de Termo de Compromisso, nos termos do § 2º, do art. 7º, da Deliberação 390/01, a Procuradoria Federal Especializada ("PFE"), através do MEMO/PFE–CVM/GJU-1/Nº94/06, entendeu que não restou preenchido o requisito constante no inciso II do § 5º do art. 11 da Lei 6.385/76, por não haver qualquer proposta no

sentido da indenização dos prejuízos apontados pela Comissão de Inquérito como sofridos pelos fundos exclusivos de diversas fundações de seguridade social.

99. Em reunião ocorrida em 26.09.06, o Colegiado rejeitou por unanimidade as propostas de celebração de Termo de Compromisso apresentadas, uma vez que não preenchiam o requisito constante no inciso II do § 5º do art. 11 da Lei 6.385/76, por não haver qualquer proposta no sentido da indenização dos prejuízos apontados pela Comissão de Inquérito como sofridos pelos fundos exclusivos de diversas fundações de seguridade social.

100. Após reuniões tidas com os diferentes membros do Colegiado e discussões com o Relator do processo, os Proponentes, em 10.01.07, fizeram uma nova proposta de celebração de termo de compromisso, agora contemplando indenização dos eventuais prejuízos¹. Essa última proposta foi, ainda, aditada em 15.01.07, para incluir a indenização à CERES.

101. As características gerais dessa última proposta são, conforme consta da petição dos Proponentes eram as seguintes:

- (i) os valores a serem pagos aos cotistas dos fundos seriam corrigidos pela meta atuarial, para os fundos em que os cotistas exclusivos que são entidades fechadas de previdência complementar, e pelo IGP-M para o fundo em que o cotista exclusivo é seguradora;
- (ii) o pagamento à CVM corresponderia a 5% do total pagos aos cotistas indenizados;
- (iii) os valores seriam atualizados até 31.12.06;
- (iv) o pagamento à CVM se daria em até 10 dias corridos após a publicação do extrato do termo de compromisso no Diário Oficial da União e, para os cotistas indenizados, em até 90 dias úteis.

102. Para a seleção das operações que teriam gerado prejuízo, foram excluídas as operações em que, posteriormente a elas, a acusação reconheceu que a cotação não caiu e as operações em que não há menção, na acusação, de queda de preço.

103. Com base nesses critérios e levando-se em consideração a atualização até 31.12.06, a proposta tinha os seguintes valores:

FUNDO	COTISTA	VALOR ORIGINAL	CORREÇÃO	VALOR
Máxima Infra-Part	PORTUS	R\$13.700,00	INPC + 6	33.899,13
Máxima Tele-Part	POSTALIS	R\$47.000,00	INPC + 6	119.660,97
Máxima Maxyield	VALIA	R\$228.303,61	IGPM + 6	461.432,86
Winner	SASSE CIA de Seguros ²	R\$50.000,00	IGPM	98.108,95
Carteira Administrada da CERES	CERES	R\$33.800,00	IGPM	65.197,04
Valor total de pagamento aos cotistas (parcial 01)				776.298,95
Valor a ser pago à CVM –5% da parcial 01 (parcial 02)				38.814,95
Valor total a ser pago pelos Proponentes (parcial 01 + parcial 02)				815.113,90

104. Em 12.01.07, após novo contato, os Proponentes incluíram em sua proposta o valor atribuído à diferença no cômputo do prêmio de performance com relação à carteira da CERES, no valor de R\$33.800,00, a ser corrigido pelo INPC até o dia 31.12.06.

105. Para a definição dos valores a serem indenizados, dos valores apresentados na acusação, apenas os valores considerados pela acusação como prejuízos decorrentes de manipulação de preço e prática não equitativa, em que não se seguiu a desvalorização das ações, foram excluídos.

106. Em reunião realizada na data de hoje, o Colegiado aprovou essa nova proposta de celebração de termo de

compromisso submetida por Máxima S/A Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, Máxima Asset Management S/A, Saul Dutra Sabbá, Paulo Sérgio Vieira de Resende, First Fund, The Máxima Multiportfolio Fund LLC, Eduardo Moraes de Carvalho, José Costa Gonçalves e Barry William Herman ("Proponentes").

É o relatório.

Voto

107. Com a celebração do Termo de Compromisso e com a conseqüente exclusão dos Proponentes desse julgamento (embora o processo possa ser reestabelecido contra eles caso o Termo de Compromisso não seja cumprido), a análise das imputações ficou muito mais fácil, uma vez que os indiciados remanescentes teriam tido papel acessório nas infrações.

108. Os indiciados que serão julgados nesta Sessão de Julgamento, são Hedging-Griffo Corretora de Valores S/A, Eduardo Brenner, Luís Stuhlberger, Investidor Maximizer, Michael A. Barth, Investidor Canadian e Investidor Utilities. Nenhum deles propôs a celebração de termo de compromisso.

109. A eles foram feitas as seguintes imputações:

(i) descumprimento do item I da Instrução 08/79, pela prática dos atos caracterizados no item II, alíneas "b" (manipulação de preços) e "d" (prática não-eqüitativa) por Hedging-Griffo, Investidor Canadian, Investidor Utilities, Luís Stuhlberger e Eduardo Brenner;

(ii) descumprimento do item I da Instrução 08/79, pela prática dos atos caracterizados no item II, alínea "b" (manipulação de preços), pelas seguintes pessoas: Investidor Maximizer e Michael A. Barth; e

(iii) falta de probidade na condução de suas atividades no melhor interesse do mercado e na integridade do mercado, configurando a inobservância do inciso I, do art. 1º da Instrução 220/94, vigente à época dos fatos relatados, pelas seguintes pessoas: Hedging-Griffo e Eduardo Brenner.

110. Começando pela última das imputações, pois é a de mais fácil decisão, deve-se reconhecer que o Colegiado já estabilizou posicionamento no sentido de que o art. 1º, I da Instrução 220/94 é dirigido às bolsas de valores e não pode ser utilizado, isoladamente (*i.e.*, sem a norma eventualmente editada pela entidade auto-reguladora), para impor sanção a corretoras e outros intermediários (ver, entre tantos outros, os PAS 2003/0823, julgado em 20.05.05; 2003/8363, julgado em 28.03.05, 13/02; julgado em 19.07.06; e o recente, 13/01, julgado em 17.10.06; todos tratando especificamente do art. 1º, I. Existem diversos outros precedentes com relação ao disposto no art. 3º, em que se enfrenta problema similar, por exemplo, 2001/0799, julgado em 30.11.05; 2004/0154, julgado em 03.11.05; 2003/0445, julgado em 21.03.05; 2002/493, julgado em 21.09.05; 2004/0123, julgado em 18.10.04; 2004/0113, julgado em 21.09.05).

111. Adicionalmente, no caso concreto, as operações foram realizados no SOMA e não na bolsa de valores. Além disso, não há nem mesmo indícios que indicam a atuação da Hedging-Griffo ou de Eduardo Brenner em desconformidade com os princípios elencados na Instrução 220/94. Dessa forma, não há outra alternativa que não absolver os indiciados.

112. Com relação às duas imputações remanescentes, no que se refere às pessoas físicas imputadas, não lhes é apontada qualquer conduta própria, nem lhes é atribuída qualquer responsabilidade por atividade exercida no mercado de valores mobiliários pela pessoa jurídica (ou seja, não são responsáveis, em sede administrativa por atividade regulada pela CVM). A responsabilidade deles derivaria, pura e simplesmente, do fato de serem representantes da pessoa jurídica.

113. Essa responsabilização não me parece ser admitida no ordenamento jurídico nacional. Há, inclusive, precedentes neste sentido (PAS 2005/5038, julgado em 03.10.06, item 26). Por esses motivos, deve-se absolver tanto Michael A. Barth, representante da Investidor Maximizer quanto Luiz Stuhlberger, representante da Investidor Canadian e Investidor Utilities.

114. Com esses ajustes, passo a analisar as acusações principais, de violação à Instrução 08/79, por alguns investidores. Começarei pelas imputações de manipulação de preços, que atingem os três investidores que terão as condutas analisadas no decorrer deste voto (Investidor Canadian, Investidor Utilities e Investidor Maximizer).

115. A esse respeito, noto que as investigações decorreram da suspeita da SPC de que certas ações da carteira da

CERES estariam sub-avaliadas, quando da transferência de sua administração para um dos Proponentes, o que permitiria a cobrança de uma taxa de performance superdimensionada para ele. Segundo esse raciocínio, a manipulação de preço teria por objetivo aumentar o preço dessas ações, permitindo o aumento da taxa de performance devida ao administrador (ou reduzir o preço das ações antes da transferência da administração da carteira da CERES).

116. A Comissão de Inquérito nada encontrou com relação ao período anterior à transferência da carteira e, com relação ao período posterior, desenvolveu, em certos casos, o raciocínio aplicável à típica manipulação de preço, em que investidores realizam negócios entre si, aumentando a cotação das ações para, em seguida, desovar essas ações no mercado.

117. A diferença de propósitos entre um e outro tipo de manipulação é muito importante, pois, no primeiro, não há benefício para direto para os investidores não pertencentes ao grupo que recebe a taxa de performance e, por isso, é preciso demonstrar a transferência do benefício para eles (ou que eles efetivamente combinaram a operação). No segundo, o benefício é facilmente comprovável, caso, após a subida de preço, comprove-se que esse investidor alienou sua participação acionária.

118. Como o grupo de pessoas vinculadas ao administrador teve proposta de termo de compromisso aprovada pelo Colegiado, minha análise começará pela análise de eventuais benefícios auferidos pelos indiciados remanescentes e pelas provas de vinculação entre as decisões de investimento dos indiciados e dos Proponentes. O mérito das operações realizadas será analisado em seguida, se necessário.

119. Analisarei a seguir a conduta de cada um dos investidores, já que não há notícia de negócios em que mais de um deles esteja envolvido. Começo pelo Investidor Maximizer, a que foi imputado o descumprimento do item I da Instrução 08/79, pela prática dos atos caracterizados no item II, alínea "b" (manipulação de preços). O Investidor Maximizer operou ações preferenciais classe "D" da Teleceará Celular (ver quadros 26, 27 e 28 na acusação).

120. De acordo com os propósitos da manipulação de preço aplicáveis ao caso concreto (itens 115 a 117 acima), a manipulação de preços com as ações preferenciais classe "D" da Teleceará Celular teria por objetivo aumentar a taxa de administração da CERES, uma vez que não há menção à queda de preço posterior aos negócios com os Fundos Administrados. Além disso, o preço final dos negócios com o Investidor Maximizer foi de R\$44,00, enquanto os negócios com os Fundos Administrados foram feitos a R\$48,00 e R\$49,00. Assim, seria necessário comprovar a ligação entre o administrador da carteira da CERES e o Investidor Maximizer.

121. A esse respeito, a acusação fala, apenas, que: (i) o Investidor Maximizer seria responsável pela conta ônibus que um dos Proponentes utilizava como passageiro e (ii) os valores negociados eram ínfimos, não justificando a operação por um investidor estrangeiro.

122. O primeiro argumento nada prova e não chega nem mesmo a ser um indício, embora demonstre a oportunidade de ligação. Parece-me muito mais importante, no entanto, que a cotação das ações preferenciais classe "D" da Teleceara Celular tenham subido até R\$49,00 (a última operação do Investidor Maximizer foi feita a R\$44,00), com um volume muito maior e com muito mais operações do que o negócio feito pelo Investidor Maximizer. Essas operações foram posteriores às do Investidor Maximizer. Assim, é difícil entender qual seria o papel do Investidor Maximizer em tal "manipulação de preços".

123. Já o segundo, é mera ilação da Comissão de Inquérito, que nada prova, indica ou sugere. Deve-se notar, ainda, que o Investidor Maximizer aparece em uma venda isolada de ações ordinárias da Telegoiás Celular, com movimento de R\$980,00, repetindo o padrão de intervenções pequenas. Não houve acusação quanto a essa operação.

124. Pelos motivos acima, deve-se absolver o Investidor Maximizer.

125. Passo, agora, a analisar as operações do Investidor Canadian com relação à imputação de "manipulação de preços". Essas operações envolveram ações preferenciais classe "B" e "C" da Telepará, e ações preferenciais classe "C" da Teleceará.

126. Antes de analisar cada uma das operações, é importante ressaltar que o Investidor Canadian era administrado por tradicional investidor do mercado de valores mobiliários brasileiro. Assim, a acusação deveria demonstrar (i) ou o benefício direto desse investidor, (ii) ou basear-se em comprovação clara entre o administrador dos Fundos Administrados esse investidor ou (iii) que a atuação do Investidor Canadian difere da atuação de um investidor comum.

127. No caso do Investidor Canadian, tal como no caso do Investidor Maximizer, a Comissão de Inquérito não logrou

apresentar provas de conluio entre ele e o administrador da carteira da CERES ou dos Fundos Administrados. A "comprovação" seria, tão somente, um eventual "relacionamento estreito" entre os responsáveis pela Hedging-Griffo e os administradores dos Fundos Administrados, especialmente quando a Hedging-Griffo não operava diretamente no SOMA. Ou seja, tal relacionamento estreito era derivado ou fundado em uma relação comercial legítima e justificada. Isso me parece muito pouco para a ligação para o cometimento de infrações no mercado de valores mobiliários. Seria necessário trazer provas de que essa relação legítima tornou-se ilegítima. Ou, ao menos, averiguar se o Investidor Canadian teve algum benefício auferido, com relação a essa imputação, que não ganhos lícitos e legítimos no mercado.

128. No que se refere aos negócios com as ações preferenciais classe "C" da Telepará, o Investidor Canadian adquiriu as ações em uma grande ordem (6.000.000), tendo como contraparte a CERES, a R\$67,00 e uma pequena ordem (100.000), do First Fund, a R\$80,00. Entre a aquisição substancial e a primeira venda, foram transcorridos 7 dias. Dois são os pontos que descaracterizariam a "manipulação de preços" por parte do Investidor Canadian. Em primeiro lugar, é de se duvidar que um ordem tão diminuta e esparsa tenha o condão de manipular o mercado e, em segundo lugar, antes da primeira venda, o Fundo Tele-Part já tinha feito uma primeira aquisição a R\$95,00. Ou seja, a suposta vítima da manipulação teria aceito pagar um preço muito superior ao preço manipulado. É de se notar, ainda, que não houve negócios entre a ordem de R\$80,00 e a de R\$95. Adicionalmente, a queda substancial dos preços ocorreu em três negócios posteriores de lote muito reduzido (um negócio no valor total de R\$160, outro de R\$120,60 e um terceiro de R\$3.600). Houve ainda a recuperação, para R\$82,00, na mesma data, mas com um volume ainda muito pequeno (R\$8.200,00). Parece-me, portanto, que a oscilação de preço pós-venda decorre mais do tamanho dos lotes e da iliquidez do papel do que de eventual "manipulação de mercado".

129. Com relação às ações preferenciais classe B da Telepará, não foi anotado pela Comissão de Inquérito queda posterior de preço. Com isso, se manipulação houve teria sido para a obtenção de maior taxa de performance pelo administrador dos Fundos Administrados. Como não se provou a ligação entre o Investidor Canadian e o administrador, essa acusação não tem como prosperar. Além disso, noto que o Investidor Canadian realizou quatro negócios. duas compras, tendo como contrapartes dois fundos administrados e três vendas, tendo como contraparte a CERES (carteira administrada pelo mesmo administrador dos Fundos Administrados) e o Íris Fundo de Investimento em Ações (cujas decisões de investimento eram tomadas pelo mesmo administrador). A diferença de datas (15 dias) e a inexistência de negócios intermediários pelo Investidor Canadian ou a diferença entre os últimos negócios realizados (preços variando entre R\$40,00 e R\$37,50) e o preço de venda (R\$50,00), além da ausência de menção a queda posterior de preço, não permitem concluir pela "manipulação de preços" neste caso também.

130. As operações do Investidor Canadian com ações preferenciais classe "C" da Telepará não são diferentes das situações anteriores. Ou seja, poucas aquisições (4 negócios) seguidas de poucas alienações (2 negócios), com lucro. É de se notar no entanto, que as vendas representaram menos de 1/3 das ações adquiridas. Com isso, fica ainda mais difícil de se falar em "manipulação de mercado", uma vez que o "manipulador" teria "desovado" apenas uma pequena parte do seu estoque de ações. Além do mais, não há menção a queda posterior de preço. Por esses motivos, também não posso concluir pela manipulação de mercado.

131. Passo a analisar, agora eventual "manipulação de preços" pelo Investidor Utilities³. Antes de analisar as operações com ações preferenciais classe "D" da Telma, por ele realizadas, acho necessário analisar o fato de que esse investidor, com sede em Wilmington, Delaware, tinha o mesmo endereço do First Fund e do Máxima Fund. Essa coincidência pode ser utilizada como um indício, mas, tendo em vista que não é incomum que sociedades de investimento tenham como endereço um escritório de registro (normalmente do advogado ou dos agentes responsáveis pela sociedade), não se deve dar, como a Comissão de Inquérito realmente não deu, muita relevância a esse indício. De qualquer forma, a ausência de prova de ligação entre os Proponentes e o Investidor Utilities parece ser mais forte do que esse indício.

132. Com relação às operações específicas, afirmou a Comissão de Inquérito ter havido triangulação, com a alienação de ações pelo Maxima Fund para o Investidor Utilities, que teria alienado as ações para o Fundo Maxyield, gerando prejuízos a este último. Para a acusação teria havido manipulação de preços, anteriormente à terceira venda.

133. A falta de comprovação da queda dos "preços manipulados" posteriormente à operação que teria lesado o Fundo Maxyield não permitem concluir que o preço tenha sido manipulado e não, apenas, subido. Adicionalmente, como o Investidor Utilities não participou de qualquer outra operação com essas ações, para que ele tivesse "manipulado preços", deveria haver prova da ligação entre o Investidor Utilities e o administrador do Maxima Fund e do Fundo Maxyield.

134. Resta, por fim, a imputação ao Investidor Canadian e ao Investidor Utilities de "prática não eqüitativa". Aqui, noto que a Comissão de Inquérito não apresenta fatos outros ou inferências que não as utilizadas com relação à

manipulação de preço, com relação às operações caracterizadas como "manipulação de preço".

135. Há, no entanto, acusação específica de prática não eqüitativa do Investidor Canadian, nas operações com ações preferenciais classe "B" da Telern Celular. Embora a acusação elenque diversas operações com diversos comitentes, iniciando a R\$13,40, no dia 24.09.99, nota-se a aquisição de ações pelo Investidor Canadian apenas em 18.04.00, a R\$50,00. A essa operação seguiram-se outras, das quais o Investidor Canadian não participou. Quinze dias após a aquisição, o Investidor Canadian vendeu a participação adquirida ao Fundo Maxyield, a R\$63,00. É de se notar que esse fundo não fez qualquer negócio com as ações preferenciais classe "B" da Telern, anteriormente à aquisição das ações pelo Investidor Canadian, tendo entrado no mercado no dia 02.05.00, adquirindo 1.800.000 ações a R\$60,00 de outros comitentes, e, no dia 03.05.00, 598.500.000 ações do Investidor Canadian. Não há menção a queda posterior de preço.

136. Para que houvesse prática não eqüitativa, deveria haver comprovação do "conluio" entre o Investidor Canadian e o administrador dos Fundos Administrados, de modo a que a triangulação fosse realizada, até porque o representante do Investidor Canadian é um investidor contumaz, o que torna muito plausível e justificado que a operação fosse fruto de decisões negociais independentes. Não há, no entanto, comprovação de prática não eqüitativa por Investidor Canadian.

137. Sou, portanto, pela absolvição tanto do Investidor Canadian, quanto do Investidor Utilities das acusações a eles feitas.

138. Em decorrência da absolvição acima, devem ser absolvidos Hedging-Griffo e Eduardo Brener, dado que a responsabilidade deles dependia da condenação do Investidor Canadian ou do Investidor Utilities, dado que nenhuma conduta própria foi a eles imputada, além da atuação da Hedging-Griffo como intermediária das operações realizadas por esses investidores.

É o voto.

Rio de Janeiro, 16 de janeiro de 2007

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor-Relator

1 Duas outras propostas foram apresentadas desde a rejeição da primeira proposta. Uma delas, embora em valor significativamente superior à primeira, ainda não previa indenização aos prejudicados e a segunda dela previa a indenização, mas em termos que ainda não se mostravam suficientes, em 06.12.06, que não chegou a ser analisada, pois, em discussão com os membros do Colegiado e com o relator, os proponentes aceitaram fazer uma nova proposta em termos mais benéficos aos prejudicados.

2 Atual Caixa Seguros.

3 A Comissão de Inquérito identificou uma operação do Investidor Utilities com ações preferenciais classe "D" da Teleceará Celular, mas não identificou qualquer irregularidade.

Voto proferido pela diretora Maria Helena de Santana na Sessão de Julgamento do dia 16 de janeiro de 2007.

Eu acompanho o voto do Diretor Relator, senhor presidente.

Maria Helena de Santana

Diretora

Voto proferido pelo presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, na Sessão de Julgamento do dia 16 de janeiro de 2007.

Eu também acompanho o voto do Diretor Relator e julgo importante ressaltar a passagem de seu voto que diz respeito à possibilidade levantada pela Procuradoria Federal Especializada, aqui representada pelo dr. José Roberto Pinguêlo Leite, no que concerne ao reenquadramento jurídico dos fatos apurados. Com efeito, as condições deste processo não recomendam esse reenquadramento, que levaria também à absolvição dos acusados remanescentes, dado que, nas operações aqui investigadas, os intermediários cumpriram ordens, executaram-nas assim como foram dadas e não há qualquer indício de violação a algum dever de conduta a ser cumprido por intermediário.

Assim sendo, proclamo o resultado deste julgamento, por unanimidade, nos termos constantes do voto do Diretor Relator. Informo ainda que a CVM interporá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional em virtude das absolvições proferidas.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente