

SESSÃO DE JULGAMENTO DO
PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR
CVM Nº RJ2005/8510

Acusados: Ricardo Sirotsky

R. Sirotsky Consultoria e Planejamento Financeiro Ltda.

Marcus Meyohas de Freitas

Ementa: **É vedado ao administrador de carteira negligenciar, em qualquer circunstância, a defesa dos direitos e interesses do titular da carteira, ou omitir-se em relação à mesma.**

Advertência.

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

1) **Rejeitar a preliminar** alegada pelos defendentes de que a Instrução CVM nº 306/99 não se aplica ao presente caso, destacando a autoridade da CVM para registrar e regular o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, ressaltando ainda que a referida Instrução estabelece regras de conduta que se aplicam a todo e qualquer administrador de carteira, pertencendo essa carteira a fundo de investimento ou a qualquer outro investidor.

2) **Aplicar**, com base no art. 11, inciso I, da Lei nº 6.385/76, **a pena de advertência** à R. Sirotsky Consultoria e Planejamento Financeiro Ltda. e a Ricardo Sirotsky, por infração ao disposto no art. 16, inciso VII, da Instrução CVM nº 306/99;

3) **Absolver** R. Sirotsky Consultoria e Planejamento Financeiro Ltda. e Ricardo Sirotsky da acusação de infração ao art. 14, incisos I, II e III da Instrução CVM nº 306/99;

4) **Absolver** Marcus Meyohas de Freitas da acusação de infração ao disposto no art. 16, inciso VII, da mesma Instrução.

Os acusados terão um prazo de 30 (trinta) dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do parágrafo único do artigo 14 da Resolução CMN nº 454/77, prazo esse, ao qual, de acordo com orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

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

Proferiu defesa oral o advogado Tomaz de Oliveira Tavares de Lyra, representante dos acusados Ricardo Sirotsky e R. Sirotsky Consultoria e Planejamento Financeiro Ltda.

Ausente o acusado Marcus Meyohas de Freitas, que não constituiu advogado.

Presente à sessão de julgamento a procuradora-federal Alessandra Bom Zanetti, representante da Procuradoria Federal Especializada na CVM.

Participaram da sessão de julgamento a diretora Maria Helena de Santana, relatora, Roberto Tadeu Antunes Fernandes, diretor-substituto e o presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Ausente o diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, em razão do seu impedimento, declarado em Reunião de Colegiado de 22/08/2006.

Rio de Janeiro, 04 de abril de 2007.

Maria Helena de Santana

Diretora-Relatora

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão de Julgamento

RELATÓRIO

1. Trata-se de Termo de Acusação apresentado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI") visando a responsabilizar a R. Sirotsky Consultoria e Planejamento Financeiro Ltda. ("R. Sirotsky"), seu Diretor, Ricardo Sirotsky, e seu preposto, Marcus Meyohas de Freitas, por infração ao art. 14, incisos I, II e III, e ao art. 16, inciso VII, ambos da Instrução CVM 306/99.

Dos fatos

2. Em 13/09/2001, o Instituto Portus de Seguridade Social ("Portus"), cotista exclusivo do Fundo Mútuo de Investimento em Ações – Carteira Livre – Millênio ("Fundo Millênio" ou "Fundo"), protocolou correspondência nesta CVM encaminhada pelo administrador especial designado pela Secretaria de Previdência Complementar (fls. 16), na qual solicitava que fosse realizada inspeção no referido fundo para apurar o "fraco desempenho" do administrador na gestão dos recursos a ele confiados¹.

3. No período de 19/07/2002 a 30/09/2003, foi realizada inspeção no Fundo Millênio e, em 23/11/2003, foi apresentado o Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-2/Nº 19/2003 (fls. 28/83), que constatou, em resumo, o seguinte:

- a. o Fundo Millênio foi constituído em 01/03/1999 e encerrado, por meio de deliberação da Assembléia Geral Extraordinária, em 28/09/2001, já sob a égide do Regime de Administração Especial;
- b. desde sua constituição, o Fundo era administrado pela R. Sirotsky, empresa que prestara consultoria ao Portus entre 1996 e 1998 e tinha como sócio-diretor responsável pela administração do Fundo o Sr. Ricardo Sirotsky;
- c. para a constituição do Fundo Millênio foi transferida pelo Portus em 23/03/1999 uma carteira de ações no valor de R\$ 12.206.485,43; além disso, no período entre 23/03/1999 e 14/01/2000 foram efetuadas mais 14 aplicações em dinheiro e apenas um resgate;
- d. no mesmo dia 23, a R. Sirotsky enviou correspondência ao Portus, tendo em vista o disposto no art. 52, § 1º, da Instrução CVM Nº 233/95, que tratava da ciência dos riscos da aplicação, dizendo que sua filosofia na administração do Fundo Millênio era de "... *somente realizar operações totalmente cobertas ou amparadas por mecanismos de proteção ("Hedge") de forma a evitar a ocorrência de patrimônio negativo e/ou a necessidade de aporte adicional de recursos*", e dele obteve o "De acordo";
- e. o Fundo Millênio teve pesadas perdas em relação ao Ibovespa, sendo que, dos 32 meses em que esteve constituído, somente em 8 a sua cota registrou ganhos;
- f. no ano de 1999, a política adotada pelo administrador foi a de *hedge* da carteira, condizente com a estratégia expressa na carta citada no item (d), uma vez que o Fundo ficou na maioria dos meses vendido no mercado de Índice Bovespa;
- g. no ano de 2000, entretanto, houve uma mudança total de estratégia de aplicação, tendo a R. Sirotsky passado a alavancar a carteira do Fundo de forma muito mais agressiva, com significativas posições compradas de Índice Bovespa; essa estratégia foi mantida durante todo o ano de 2000 e em 2001, apesar das enormes perdas no mercado de futuros que iam dilapidando o patrimônio do Fundo;
- h. os extratos da conta corrente do Fundo Millênio nas corretoras Égide, Theca e City, nas quais o Fundo realizou um grande volume de operações no mercado à vista, demonstram que a taxa de corretagem cobrada foi de 0,5% e que não houve nenhuma devolução em

seu benefício;

- i. nas operações realizadas na BM&F, as notas de corretagem demonstram que também não houve nenhuma devolução de corretagem que beneficiasse o Fundo, apesar das volumosas quantias investidas no mercado de futuros;
- j. o art. 20, "d", do regulamento do Fundo Millênio estabelecia que ele poderia assumir posições de risco em derivativos de índice de ações, contanto que esse montante não ultrapassasse o valor da sua carteira de ativos²;
- k. nos dias 27, 28 e 29 de setembro de 2000, o valor nocional da posição comprada em Ibovespa futuro superou não apenas o valor de mercado da carteira de ativos, como também o patrimônio líquido do Fundo;
- l. tomando como base os 20 dias úteis do mês de novembro de 2000, observa-se que em 17 deles (85%) ocorreu descumprimento do limite de alavancagem por meio do uso de derivativos³, atingindo o máximo de 1,95 vezes a carteira de ativos, em 28/11/2000;
- m. no mês de março de 2001, no período de 12 a 22, o Fundo novamente assumiu posições compradas que superaram o valor de mercado da carteira e de seu patrimônio líquido;
- n. no mês de julho de 2001, com exceção de um único dia, a R. Sirotsky levou o Fundo a assumir posições compradas no mercado de Ibovespa futuro cujo valor ultrapassou de maneira expressiva o limite estabelecido no seu regulamento;
- o. além disso, foi verificada a existência de elevados saldos em tesouraria durante vários meses, sem qualquer remuneração, gerando perda de rentabilidade para o Fundo;
- p. Marcus Meyohas de Freitas e Eduardo Mossé eram os responsáveis pelas operações do Fundo Millênio; Marcus Meyohas de Freitas, além de funcionário da R. Sirotsky, era cadastrado como administrador de carteiras pessoa física, na CVM.

Do Termo de Acusação

4. Em 23/11/2005, a SMI, tendo em vista o que foi apurado na inspeção, apresentou Termo de Acusação no qual concluiu que (fls. 1-15):

- a. a R. Sirotsky foi incapaz de negociar com as corretoras em que o Fundo Millênio operou devolução de corretagem que o beneficiasse, prática comum e consagrada no mercado. O total pago de corretagem em operações na BOVESPA, no período de 31/03/1999 a 31/10/2001, foi de R\$ 2.076.313,85 e, na BM&F, de R\$ 4.042.587,71. O procedimento adotado pela R. Sirotsky contraria o art. 16, VII, da Instrução CVM 306/99, que preceitua que é vedado ao administrador de carteira negligenciar ou omitir-se, em qualquer circunstância, na defesa dos direitos e interesses do titular da carteira;
- b. além disso, a R. Sirotsky expôs o Fundo a um nível elevado e desnecessário de risco e não empregou o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar na administração de seus próprios negócios, não cumprindo fielmente o regulamento do Fundo, em infração ao art. 14, I, II, III, da Instrução CVM 306/99;
- c. a estratégia adotada, de apostar continuamente o patrimônio do Fundo de forma agressiva, a qual se revelou equivocada, foi responsável pelas relevantes perdas sofridas, sendo que o giro exagerado da carteira e as operações realizadas "por conta" em várias corretoras acabaram também por beneficiar as próprias corretoras em detrimento do Fundo;
- d. o diretor responsável autorizado pela CVM para a administração de carteiras na R. Sirotsky era o Sr. Ricardo Sirotsky, enquanto Marcus Meyohas de Freitas, além de um dos responsáveis atuando diretamente na gestão dos recursos do Fundo Millênio, era funcionário da R. Sirotsky e também prestador de serviço de administração de carteira registrado na CVM.

5. Diante disso, a SMI propôs a responsabilização de:

- a. R. Sirotsky Consultoria e Planejamento Financeiro Ltda. e seu diretor Ricardo Sirotsky, por infração aos arts. 14, I, II e III, e 16, VII da Instrução CVM Nº 306/99; e
- b. Marcus Meyohas de Freitas, na qualidade de preposto da R. Sirotsky e prestador de serviço de administração de carteira de valores mobiliários registrado na CVM, por infração ao art. 16, VII, da Instrução CVM Nº 306/99.

Das defesas

6. A R. Sirotsky Consultoria e Planejamento Financeiro Ltda. e Ricardo Sirotsky apresentaram defesa conjunta alegando que (fls. 3.576/3.601):

- a. a Instrução CVM 306/99 não é aplicável a este caso, uma vez que dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários e não sobre a administração de fundo de investimento em ações, que era, à época dos fatos, integralmente regulada pela Instrução CVM 302/99;
- b. todos os atos mencionados deram-se na administração não de uma carteira de valores mobiliários, mas de um fundo de investimento em ações;
- c. o Termo de Acusação parece ignorar que existem algumas diferenças substanciais entre estas duas atividades, que geram obrigações diversas e uma forma de atuar diferente, tanto que foram editadas pela CVM duas Instruções, uma para regular a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários e outra para regular a atividade de administração de fundos de investimento em ações;
- d. a acusação de violação ao inciso I do art. 14 da Instrução CVM 306/99 com base em carta enviada ao Portus, por considerar que teriam sido descumpridos os objetivos do Fundo, é inepta, diante do regulamento que permitia assumir posições em derivativos de índice de ações até o valor da carteira;
- e. o Termo também não descreveu com precisão que atos praticados pelos acusados teriam sido negligentes, em infração ao inciso II do art. 14 da Instrução CVM 306/99, o que prejudica a defesa;
- f. é necessário observar que o inciso III do art. 14 da Instrução CVM 306/99 também não pode ser de forma alguma aplicado ao presente caso, porque a administração de um fundo de investimento em ações não tem origem na celebração de um contrato com o investidor, sendo integralmente regida pelo regulamento do fundo;
- g. a interpretação que o Termo de Acusação faz do art. 20, "d", do Regulamento do Fundo é totalmente equivocada, já que o artigo não trataria de alavancagem, mas de investimento efetivo. *"Realmente, quando o regulamento dispõe que o Millênio poderia ter até 100% de sua carteira aplicados em valores mobiliários, atendendo-se ao máximo de 100% em posições de risco em mercados organizados de liquidação futura, envolvendo contratos referenciados em ações ou índice de ações, não caracterizadas como operação de hedge ou de rendimento prefixado, parece claro que não se está a tratar de "alavancagem", mas de investimento efetivo"*. Com efeito, a única interpretação possível desse artigo é a de que o Fundo poderia ter toda a sua carteira aplicada em posições de risco, ou seja, o administrador estava autorizado a não manter nada investido em ações de companhias abertas ou outros papéis quaisquer, aplicando integralmente os recursos do Fundo em posições de risco;
- h. o fato de a R. Sirotsky não ter negociado a devolução de corretagem não constitui nenhuma irregularidade, pois não é assegurado a nenhum investidor o direito de obter devolução de corretagem, cabendo, no caso, lembrar que essa prática não era adotada pelo Portus, de modo que também não pode ser considerada como contrária a seus interesses;
- i. os recursos mantidos em tesouraria tinham por objetivo cobrir as chamadas de margem das operações no mercado futuro de índice, que ocorriam diariamente, evitando a venda de papéis com grande prejuízo;

- j. embora a rentabilidade do Fundo Millênio só tenha ultrapassado o Ibovespa em 8 de 32 meses, é certo que, em pelo menos 11 meses não se pode considerar que a diferença entre a variação do valor da cota do referido Fundo e a variação do Ibovespa tenha sido expressiva; além disso, não constava do regulamento do Fundo qualquer vinculação de sua rentabilidade com o Ibovespa;
- k. não é verdade que a partir de janeiro de 2000 teria havido uma mudança de estratégia nas aplicações, pois a agressividade sempre foi uma característica do Fundo Millênio; prova disso é que, já em dezembro de 1999, o valor nocional da posição em derivativos do Fundo suplantava o valor de mercado da carteira de ações; assim, o Fundo adotava uma postura agressiva, conforme reconheceu o próprio Relatório da Comissão de Inquérito;
- l. em um cenário de baixa, como o existente em 2000, o mecanismo de proteção por *hedge* não se justificava, pois ele teria como único efeito, em princípio, limitar os ganhos que poderiam advir da reversão da tendência de baixa que, "*ao que tudo indicava, ocorreria*";
- m. o resultado eventualmente ruim verificado em um determinado investimento não é razão suficiente para justificar a imposição de penalidade administrativa ao responsável pela gestão;
- n. a R. Sirotsky optou por concentrar sua atuação no mercado futuro, assumindo posições compradas de Ibovespa e apostando, assim, em uma recuperação do índice, uma vez que, após sucessivas quedas, uma alta era esperada;
- o. essa concentração de investimentos no mercado futuro também possibilitaria uma recuperação mais rápida do Fundo, na medida em que, caso a alta se verificasse, o Fundo ganharia pela valorização dos papéis que integravam sua carteira e por conta dos contratos futuros;
- p. "*a estratégia utilizada pelo Millênio, extremamente agressiva, era inteiramente compatível com o regulamento do fundo e com o perfil que o Portus dele esperava*"; a insistência na estratégia de investimento teria trazido bons resultados ao Fundo Millênio, mas ele foi liquidado logo após os atentados terroristas ao World Trade Center, quando as bolsas de todo o mundo registraram quedas acentuadas; não tivesse o Fundo sido liquidado naquele momento, a estratégia adotada pela R. Sirotsky renderia frutos no curto prazo, à vista da enorme alta experimentada pelo Ibovespa logo a seguir⁴;
- q. o Fundo Millênio não estava obrigado a somente realizar operações amparadas por *hedge*, como constou da carta enviada ao Portus pela R. Sirotsky mas, de acordo com o seu regulamento, podia alavancar em até uma vez o valor de sua carteira, carregando posições compradas em contratos de índice futuro;
- r. quanto à acusação de infração ao inciso II do art.14, que se trataria de dispositivo vago e impreciso, não há, no Termo de Acusação, indicação clara e precisa dos atos supostamente negligenciados pelos indiciados, só restando presumir que se relacionaria com (i) as posições assumidas serem demasiadamente arriscadas e (ii) a manutenção de grande volume de recursos em tesouraria, prejudicando em tese sua rentabilidade;
- s. em relação à primeira presunção, a defesa afirma que "*os funcionários responsáveis pela execução das operações do Millênio tinham tamanha confiança na correção da estratégia utilizada que adotaram a mesmíssima política de investimento para seu patrimônio pessoa⁵ ou, noutras palavras, tiveram com o Millênio o cuidado e a diligência dispensado à administração de seus próprios negócios*";
- t. quanto ao fato de o Fundo ter mantido recursos em tesouraria, o objetivo teria sido cobrir margens das operações no mercado futuro, pois se não houvesse disponibilidades para cobrir os ajustes negativos que ocorressem, o Millênio seria forçado a vender papéis rapidamente, talvez com grande prejuízo ou, o que é pior, poderia ficar inadimplente em relação às margens;

- u. o Termo de Acusação não identifica qualquer ato praticado diretamente por Ricardo Sirotsky, que somente foi incluído no presente processo administrativo por conta de ser ele a pessoa formalmente responsável pela instituição administradora perante a CVM.

7. O acusado Marcus Meyohas de Freitas apresentou defesa nos seguintes termos (fls. 3.564/3.566):

- a. a mudança para uma estratégia mais agressiva na administração do Fundo foi necessária porque ele havia perdido aderência ao Ibovespa, o que fez com que a sua rentabilidade ficasse bem abaixo da média do mercado;
- b. a carteira do Fundo sofreu perdas devido a um erro de *timing* cometido pelos administradores, que foi se intensificando pois as posições assumidas em futuros e opções coincidiram com uma grave crise nas bolsas americanas (conhecida como "estouro da bolha"), o que se somou a uma série de crises conjunturais ocorridas nas bolsas de valores do mundo todo;
- c. a manutenção das posições em derivativos e a redução no valor de mercado da carteira, devido à queda dos preços no mercado à vista, provocaram o desenquadramento da carteira, "com uma alavancagem ainda maior", embora essa não fosse a prática comum;
- d. não houve negligência, porque os administradores acreditavam realmente numa recuperação do mercado, já que os gráficos indicavam a existência de "um fundo do mercado" (notadamente o Índice de Força Relativa);
- e. partindo dessa análise, a estratégia adotada foi mantida, até porque essa era uma das formas de recuperar não só as perdas daquele momento, mas também espaço com relação à média do mercado;
- f. caso a estratégia adotada pelos administradores não tivesse sido interrompida com o resgate, provavelmente o Fundo Millênio teria resultados realmente muito bons; basta, para comprovar isso, observar que tanto os papéis de maior peso da carteira no momento do resgate quanto o Ibovespa (e, conseqüentemente, o Ibovespa Futuro e as opções) tiveram altas expressivas no período entre o resgate e a apresentação da defesa, em 04.08.06;
- g. não ter devolução de corretagem era uma prática corriqueira do Portus e o acusado não teria qualquer poder para negociar a devolução para o Fundo se o próprio cotista não contava com esse benefício. Esse fato não serve, por conseguinte, para acusar o indiciado de omissão ou negligência.

É o Relatório.

VOTO

1. Preliminarmente, é necessário discutir a alegação dos indiciados de que a Instrução CVM 306/99 não é aplicável a este caso. Para a solução desta questão, há que se considerar que é da própria natureza dos fundos de investimento ter uma carteira própria de títulos e valores mobiliários a ser administrada. Não é por outra razão, aliás, que o art. 49 da Instrução CVM 302/99⁶ exige que o administrador de fundo de investimento seja habilitado por esta Autarquia também como administrador de carteira de valores mobiliários.

Art. 49. A administração do fundo somente pode ser exercida por pessoa jurídica, autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira, consoante o art. 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

2. Por sua vez, portanto, a autoridade da CVM para registrar e regular essa atividade, o que hoje e na época dos fatos deste processo ocorre por meio da Instrução CVM 306/99, vem do disposto no art. 23 da Lei 6.385/76:

Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão.

§ 1º O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional de recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do

comitente.

§ 2º Compete à Comissão estabelecer as normas a serem observadas pelos administradores na gestão de carteiras e sua remuneração, observado o disposto no Art. 8º inciso IV.

3. A Instrução CVM 306/99 estabelece regras de conduta que se aplicam a todo e qualquer administrador de carteira. E se, como dispõe a Instrução CVM 302/99 em seu art. 49, é exigível dos administradores de fundos de investimento a autorização de que trata o art. 23 da Lei nº 6.385/76 – para o exercício profissional de administração de carteira, é por conseguinte aplicável a Instrução CVM 306/99. Entendo, assim, que aquela Instrução se aplica a todo administrador de carteira, seja essa carteira pertencente a fundo de investimento ou a qualquer outro investidor.

4. Adicionalmente, o Colegiado da CVM já se posicionou em diversas ocasiões no sentido de a Instrução CVM 306/99 ser aplicável aos administradores de fundo de investimento. Isso é verificável por exemplo na leitura dos votos dos Diretores Wladimir Castelo Branco, no PAS 04/03, julgado em 07.12.05, Norma Parente, no IA 22/00, julgado em 12.12.01, e Luiz Antônio de Sampaio Campos, no PAS 8428/02, julgado em 14.10.04.

5. No mérito, os indiciados alegam que, quando o regulamento dispõe que o Fundo Millênio poderia ter até 100% de sua carteira aplicada em posições de risco, não estaria cuidando de alavancagem e sim de investimento efetivo, e que com isso o administrador estaria autorizado, no limite, a aplicar todos os recursos do Fundo em posições de risco e nada em ações de emissão de companhias abertas e outros valores mobiliários.

6. Veja-se o que diz o regulamento:

Artigo 20º - O MILLÊNIO deverá manter, diariamente, no mínimo 51% (cinquenta e um por cento) e no máximo 100% (cem por cento) de sua carteira aplicado em ações e valores mobiliários atendendo-se ainda aos seguintes limites máximos:

- a. 100% (cem por cento) em ações de companhias abertas;*
- b. 50% (cinquenta por cento) em bônus de subscrição de emissão de companhias abertas;*
- c. 60% (sessenta por cento) em ações ou certificados de depósito de ações admitidos à negociação pública no país, emitidas por companhias com sede em países signatários do Tratado de Assunção (MERCOSUL);*
- d. 100% (cem por cento) em posições de risco em mercados organizados de liquidação futura, envolvendo contratos referenciados em ações ou índice de ações, não caracterizadas como operação de 'hedge' ou de rendimento prefixado.*

7. O *caput* do art. 20 estabelece um limite mínimo para as aplicações do Fundo em ações e outros valores mobiliários, no caso correspondente a 51% de sua carteira. E depois passa a dispor sobre limites máximos admitidos em relação a ativos específicos. Os ativos referidos nos itens a, b e c do artigo são claramente alguns dos que compõem o conjunto maior abrangido pelo *caput*. O item d do mesmo artigo refere-se às aplicações em mercados organizados de liquidação futura que não se caracterizem como *hedge* ou operações de rendimento pré-fixado, permitindo que abranjam apenas contratos referenciados em ações ou índice de ações (os quais podem compreender até 100% da carteira), nos quais se incluem os contratos futuros sobre Índice BOVESPA negociados na BM&F.

8. Não concordo com a leitura que a acusação faz do regulamento, que conclui por tratar o item d de limite à alavancagem da carteira. Antes de mais nada, porque os contratos referenciados em Índice BOVESPA eram e são considerados valores mobiliários⁷ e não uma categoria estranha de ativos. Não é por outra razão que, mesmo na época dos fatos, a CVM supervisionava a negociação desses produtos na BM&F. Considerando-se os contratos futuros de IBOVESPA como valores mobiliários, é necessário concordar com a defesa, admitindo que a leitura do próprio artigo mostra que esses produtos são tratados como mais um subconjunto dos ativos compreendidos pelo *caput*, tendo no caso recebido o mesmo tratamento dado às ações de companhia aberta.

9. Assim, quanto aos fatos apurados na inspeção realizada pela CVM, não servem a meu ver para basear a acusação, pois tratam como limite à alavancagem o que é imposto pelo regulamento e, à luz desse entendimento, avaliam o valor nocional das posições em IBOVESPA futuro em relação ao valor da carteira. Essa comparação perde a utilidade, para efeito de verificação do cumprimento das regras do regulamento pelo administrador do Fundo, na medida em que esse regulamento não impõe qualquer limite à sua exposição nas posições de risco ali referidas, admitindo que até 100% de seus ativos fossem investidos nos produtos referidos no item d do art. 20.

10. Os indiciados R. Sirotsky Consultoria e Planejamento Financeiro Ltda. e seu diretor responsável Ricardo Sirotsky

são acusados de infração às regras de conduta estabelecidas no artigo 14, incisos I, II e III, da Instrução CVM 306/99, que assim dispõe:

Art. 14 – A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta:

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

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

III – cumprir fielmente o contrato firmado com o cliente, prévia e obrigatoriamente por escrito, o qual deve conter as características básicas dos serviços a serem prestados, dentre as quais se incluem:

a) a política de investimentos a ser adotada, que deve estar de acordo com o perfil do investidor, a sua situação financeira e com os seus objetivos; (...)

11. Considero improcedentes as acusações de infração aos incisos I e III do art. 14. Quanto à que se refere ao inciso I, a área técnica afirma que a indiciada "*descumpriu totalmente os objetivos do Fundo, de "somente realizar operações totalmente cobertas ou amparadas por mecanismos de proteção (hedge)"*" (item 29 do Termo). A SMI baseou-se, neste caso, em carta enviada pela administradora ao cotista único Portus, e que continha a afirmação citada (item 3 – d do relatório deste voto). Minha visão é de que aquela correspondência não pode ser considerada superior ao regulamento, que é aprovado pelo cotista em assembléia, como documento que expresse a política de investimento, e não deve, portanto, embasar qualquer punição aos acusados.

12. Quanto à infração ao inciso III do art. 14, conforme expus nos itens 9 a 11, não entendo que a administradora tenha desobedecido ao que dispunha o regulamento do Fundo, e assim proponho também não acolher a acusação.

13. A área técnica também acusa a R. Sirotsky e o Sr. Ricardo Sirotsky de terem descumprido o inciso II do art. 14, "*ao não cumprir fielmente o regulamento do MILLÊNIO e, conseqüentemente, expô-lo a um nível elevado e desnecessário de risco e ao não empregar o cuidado e diligência esperados, que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios.*" Também não considero procedente esta acusação. Os riscos assumidos estavam permitidos no próprio regulamento do Fundo, sendo o administrador, inclusive, obrigado a repor o saldo negativo do Fundo caso isso ocorresse (art. 22 § 2º).

14. Mas acho necessário acrescentar que não me parece ser competência da área técnica, na acusação, fazer considerações a respeito do mérito das decisões de investimento - nível de risco do fundo (que seria "*desnecessário*") ou sobre a qualidade da estratégia adotada pelo administrador – quando o administrador age amparado no regulamento do fundo ou quando não se configura falta de lealdade de sua parte. Digo isso mesmo se o resultado dessas decisões de investimento gerar perdas vultosas para o fundo. Decidir onde e quando investir é decisão do administrador, que está sujeito apenas às regras contratadas com os investidores e à obrigação de agir com zelo e visando ao interesse dos investidores (além de obedecer às regras prudenciais e a outras específicas, sobre os investimentos, que estejam vigentes).

15. Avaliações de mérito sobre decisões de negócios estão, a meu ver, fora do âmbito de atuação da CVM. O regulador deve, ao contrário, evitar que sua eventual avaliação sobre a qualidade da decisão de investimento seja fator que influencie a análise sobre a legalidade da atuação dos administrados, pois pode observar as decisões tomadas por eles em condições de certa forma mais favoráveis, e partir de um conjunto de informações não disponíveis na época da tomada de decisão e, além do mais, sem a pressão do tempo.

16. Os mesmos indiciados, além do Sr. Marcus Meyohas de Freitas, na qualidade de preposto da R. Sirotsky e prestador de serviço de administração de carteira de valores mobiliários registrado na CVM, são também responsabilizados por infração ao art. 16, VII, da Instrução CVM Nº 306/99, que diz:

Art. 16 – É vedado ao administrador de carteira:

(,,,)

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

17. Essa é uma regra de conduta muito importante, por proibir que o administrador de recursos de terceiros deixe de dar prioridade, em qualquer circunstância, aos direitos e interesses de quem o contratou. Essa relação fiduciária vai além do estrito respeito ao que eventualmente esteja escrito em contrato, para abranger a postura a ser observada pelo administrador diante de qualquer fato que se apresente durante o relacionamento contratado, e na execução do trabalho contratado.

18. Esta acusação de negligência é feita porque, de acordo com a inspeção e com os depoimentos dos indiciados, a instituição administradora deixou de negociar qualquer desconto na corretagem paga pelo fundo durante todo o período em que o administrou. De fato, ficou demonstrado que o Fundo sempre pagou o valor máximo de corretagem que usualmente se pratica no mercado, 0,5%. Também é verdade que esse montante normalmente não é o que se cobra de clientes institucionais, que costumam obter grandes descontos em função dos volumes de operação que executam. Além disso, também foi apurado na inspeção (fls. 56) que os próprios prepostos da R. Sirotsky, Eduardo Mossé e o acusado Marcus Meyohas de Freitas, recebiam descontos na corretagem devida quando operavam no mercado em seu próprio nome.

19. É necessário reconhecer que obter rebates nas taxas de corretagem não é um direito do investidor. Representa, no entanto, uma redução de despesas que seria no seu interesse, sem dúvida. O Sr. Ricardo Sirotsky admitiu, ao depor, que nem procurou negociar a taxa de corretagem cobrada do Fundo, pelo fato de o próprio Portus ao investir diretamente não ter a prática de buscar esses descontos (também os depoimentos de representantes da fundação presentes nos autos afirmam assim).

20. Isso não é, a meu ver, suficiente para afastar a responsabilidade dos acusados neste aspecto. Sua obrigação seria ter ao menos tentado obter para o Fundo o tratamento comercial, no seu interesse, que era conferido em geral aos grandes investidores e que constituía – e constitui - prática das mais comuns no mercado. Poderiam, eventualmente, não ter conseguido reduções na corretagem, mas sua diligência na defesa dos interesses de seu cliente teria ficado demonstrada, o que não aconteceu em relação ao Fundo.

21. Como dito, a SMI acusou por infração ao art. 16, VII, da Instrução CVM Nº 306/99 a instituição administradora do Fundo, R. Sirotsky, e seu diretor responsável pela administração do Fundo perante a CVM. A defesa alega que a acusação não citou fatos praticados diretamente pelo Sr. Ricardo Sirotsky, e que por isso não poderia tê-lo acusado.

22. Não concordo com essa alegação e entendo que, como diretor responsável, pessoa que existe na regulamentação exatamente para assegurar em nome da pessoa jurídica, que evidentemente não tem vontades, que as normas aplicáveis sejam por ela respeitadas, o diretor responsável só poderia ser eximido de culpa no caso em que ficasse demonstrado que ele tomou cuidados e providências para garantir o cumprimento dessas obrigações, que apesar de sua atuação não ter sido seguidas. A partir do que se vê dos autos e do próprio depoimento do acusado, em que ele reconheceu não ter agido, fica claro que isso não aconteceu e, assim, considero procedente a acusação.

23. Quanto à responsabilização de Marcus Meyohas de Freitas, que além de funcionário da R. Sirotsky, era também administrador de carteira registrado na CVM, foi apresentada a mesma acusação de negligência. Entendo que não cabe responsabilizá-lo, uma vez que, embora tenha atuado diretamente na gestão dos recursos do fundo, perante a CVM responde administrativamente apenas o diretor indicado.

Conclusão

24. Ante o exposto proponho:

- a. aplicar, com base no art. 11, inciso I, da Lei nº 6.385/76, a pena de advertência à R. Sirotsky Consultoria e Planejamento Financeiro Ltda. e a Ricardo Sirotsky, por infração ao disposto no art. 16, inciso VII, da Instrução CVM 306/99;
- b. absolver a R. Sirotsky Consultoria e Planejamento Financeiro Ltda. e Ricardo Sirotsky da acusação de infração ao art. 14, incisos I, II e III da Instrução CVM 306/99; e
- c. absolver Marcus Meyohas de Freitas da acusação de infração ao disposto no art. 16, inciso VII, da mesma Instrução.

Rio de Janeiro, 4 de abril de 2007.

Maria Helena Santana

Diretora-Relatora

1 Foram aplicados no Fundo Millênio, a partir de 23/03/99, R\$ 19.350.485,43 e em 31/08/2001, haviam restado apenas R\$ 2.053.659,35, representando perda de 89,39%.

2 Artigo 20º - o MILLÊNIO deverá manter, diariamente, no mínimo 51% (cinquenta e um por cento) e no máximo 100% (cem por cento) de sua carteira aplicada em ações e valores mobiliários atendendo-se ainda aos seguintes limites máximos:

...

d) 100% (cem por cento) em posições de risco em mercados organizados de liquidação futura, envolvendo contratos referenciados em ações ou índice de ações, não caracterizadas como operação de "hedge" ou de rendimento prefixado.

3 Os dias em que o Relatório de Inspeção aponta a ocorrência de descumprimento do limite de alavancagem foram: 03/11/00 (carteira alavancada em 1,01 vez), 08/11/00 (1,07 vez), 09/11/00 (1,25 vez), 10/11/00 (1,25 vez), 13/11/00 (1,32 vez), 14/11/00 (1,50 vez), 16/11/00 (1,65 vez), 17/11/00 (1,49 vez), 20/11/00 (1,47 vez), 21/11/00 (1,44 vez), 22/11/00 (1,12 vez), 23/11/00 (1,53 vez), 24/11/00 (1,56 vez), 27/11/00 (1,78 vez), 28/11/00 (1,95 vez), 29/11/00 (1,64 vez) e 30/11/00 (1,80 vez).

4 Segundo a defesa, imediatamente após a liquidação do Fundo Millênio, o Ibovespa apresentou uma fortíssima alta, saindo de pouco mais de 10.000 pontos para atingir 14.000, antes do fim do primeiro trimestre de 2002.

5 Constam às fls. 3494/3499 tabelas que comparam a posição do Fundo no mercado de Índice BOVESPA e as posições pessoais dos dois prepostos da administradora no mesmo mercado (Srs. Marcus Meyohas de Freitas, acusado neste PAS, e Eduardo Mossé). A defesa alega que as posições desses representantes, que seriam as pessoas encarregadas da execução das operações do Fundo, eram muito parecidas com as do Millênio nos meses em que o Fundo perdeu dinheiro.

6 Também a Instrução CVM nº 409/04 dispõe na mesma direção, no parágrafo único de seu art. 3º:

7 Conforme o Decreto-Lei nº 2.286, de 23 de julho de 1986, em seu art. 3º: "Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, os índices representativos de carteira de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários."

Voto proferido pelo Diretor-substituto Roberto Antunes Tadeu Fernandes na Sessão de Julgamento do dia 04/04/2007

Eu acompanho o voto da diretora-relatora, senhor presidente.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Diretor-substituto

Voto proferido pelo Presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, na Sessão de Julgamento do dia 04/04/2007

Eu também acompanho o voto da Relatora, mas me parece importante ressaltar alguns argumentos da defesa.

Em primeiro lugar, quanto ao argumento de que os rebates de corretagem não teriam sido negociados com o fundo de investimento porque o cotista exclusivo do fundo era o Portus, e o Portus não negociava com rebates de corretagem, é preciso lembrar que o corretor não deveria estar informado quanto a quem seria o cotista do fundo, pois espera-se que o administrador do fundo não tenha dito ao corretor quem eram os cotistas. Na verdade tais fundos de investimento são muitas vezes constituídos também com a finalidade de ocultar de terceiros quem é o cotista do fundo — informação coberta pelo sigilo bancário a que somente a CVM (se necessário) e o administrador devem ter acesso.

Em segundo lugar, é preciso deixar muito claro que a omissão em negociar rebate de corretagem, no caso destes autos, é um escárnio, consistindo em fortíssimo indício de lesão aos interesses dos beneficiários do fundo de pensão. Qualquer investidor de algum porte no mercado de ações consegue negociar rebate de corretagem. Os muito grandes, como era o Portus, negociam rebates que chegam, na prática, a inviabilizar a contratação de pequenas corretoras. Não podemos usar meias-palavras aqui. Ao omitir-se em negociar rebates de corretagem para o fundo, o administrador está, no mínimo, sendo negligente, e, além disto, muito provavelmente, colaborando para a prática de atividades indevidas, dado que a não negociação de rebates é um indício bastante forte de que essas corretoras estavam sendo beneficiadas em detrimento dos verdadeiros beneficiários desses fundos de pensão.

Esse ponto precisa ficar claro, porque, para funcionar adequadamente, um sistema depende de pessoas que tenham moral e ética para impedir que esse tipo de coisa aconteça. É simplesmente lastimável que cada uma, dentre as pessoas que o sistema emprega em diferentes funções, diga que vai apenas ganhar a sua taxa de administração e não vai negociar rebate de corretagem. Para não fazê-lo, o administrador deve ter sido instruído expressamente pelo cotista do fundo de pensão, e, mesmo assim, a postura correta seria então a de não administrar o fundo de investimento, pois não há razão lógica de se administrar um fundo de investimento que tenha um cotista do tamanho do Portus com uma instrução expressa de não negociar rebate de corretagem, de não tentar obter essa vantagem para o cotista.

Insista-se: não é possível encontrar uma única razão do interesse dos beneficiários do Portus para que os administradores do fundo de investimento não negociassem rebate de corretagem. Dito de outra forma, os serviços prestados à Portus por esses administradores poderiam ter sido igualmente prestados por muitos outros agentes de mercado, mas a um custo muito menor do que foi cobrado do Portus. Assim, o administrador da carteira desse fundo deveria ter se recusado a administrá-lo, porque estranhava a ordem de não negociar rebate de corretagem. Não faz sentido não negociar rebate de corretagem para um cliente desse porte.

Mas ainda que se admitisse que o administrador aceitasse o comando de não negociar rebates de corretagem, ele deveria, no mínimo, ter exigido um documento expresso do Portus com a ordem de não fazê-lo. Não se deve admitir declarações do tipo "*não se negociou rebate porque não era o padrão*", pois não negociar rebate de taxa de corretagem não era e não é o padrão.

Para que o mercado funcione adequadamente, não podemos permitir esse tipo de conduta.

Assim, acompanho o voto da Relatora e proclamo o resultado do julgamento com a pena de advertência para a R. Sirotsky Consultoria e Planejamento Financeiro Ltda. e a Ricardo Sirotsky, pelas razões de dosimetria mencionadas no voto da Relatora, informando aos apenados que cabe recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional no prazo regulamentar e, ainda, que a CVM interporá recurso de ofício no tocante às absolvições constantes do voto da diretora-relatora.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente