

**SESSÃO DE JULGAMENTO DO
PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**

CVM Nº 03/05

Acusados: Agenda CCVM Ltda. (atual Agenda DTVM Ltda.)

Ágora CTVM Ltda. (atual Ágora Senior CTVM S/A)

Alexandre Dias Salles

Alirio Pedro Braga

Americainvest Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda.

Anna Regina Cruz Lehner

Antônio Carlos Reissmann

Antonio Henrique Monteiro Nascimento

Antônio Melgaço de Lima

Aristóteles Magno Muniz Moraes

Banco Prosper S/A

Benedito Caeté Ferreira Filho

Bernardo Pinto Ferreira

Bruno Grain de Oliveira Rodrigues

Caio Tácito Giordan da Silva

Carlos Alberto Oliveira Souza

Carlos Eduardo Carneiro Lemos

Cássio Ribeiro Correa

César Luiz Lima Vidal

Cinco S/A Corretoras Associadas de CVM Ltda. (atual Cruzeiro

do Sul S/A Corretora de Valores)

Comercial S/A CVC (atual Comercial Asset Management Administração de Recursos S/A)

David Bensusan

David Jesus Gil Fernandez

Edgar da Silva Ramos

Eduardo Nogueira Gomes Pereira

Eládio Gonzalez Vazquez

Equipe S/A Corretora de Valores

Exata CTVM S/A (atual Exata 123 Participações S/A)

Fábio Deslandes

Fernando Soares de Moura Lins

Francisco Henrique de Siqueira Carvalho de Araújo

Francisco Ribeiro de Magalhães Filho

Franklin Delano Lehner

Frederico Lopez Junior

Gamex Securities CCVM Ltda. (atual Millennium CCVM S/A)

Gerson Scaciota Rebane

Gilberto da Silva Zalfa

Gilson Araújo Junior

Gilson Pereira Vieira da Silva

Giorgio Virzi

Guilherme Henrique Jorge O'Connor

Guilherme Simões de Moraes

Integral CTVM S/A (atual Integral Participações e Empreendimentos Ltda.)

Jane Dantas Faria

Jayme Pereira Mello

João Carlos de Almeida Gaspar

João Luiz Franco Ferreira

José Carlos de Carvalho Dias

José Maria Bezerra da Silva

José Orlando Leite Cavalcanti

Jose Oswaldo Morales

José Roberto Lorenzi

Larry Pereira Martins

Lauro Mendonça Gouvêa Filho

Lavínia Ferraiuolo de Oliveira Costa

Leivi Abuleac

Lelis Alberto de Moura Nobre

Luis Felipe Indio da Costa

Luiz Antonio Sales de Mello

Luiz Fernando Monteiro de Gouvêa

Luiz Fernando Sodre Imbuzeiro

Luiz Kleber Hollinger da Silva

Marcelo de Menezes Leitão

Marcelo Ferreira Martins Costa

Marcelo José Konte

Marcelo Moses Boscoli

Marcelo Vieira da Silva de Oliveira Costa

Marcos Pizarro Mello Ourivio

Mário Cesar Nassif da Fonseca

Martha da Silva Vidal

Mauro Sérgio Paixão da Silva

Newton Leite Magalhães

Norsul CCVM S/A (atual Norsul Participações S/A)

Novinvest CVM Ltda.

Paulo Sérgio Ribeiro de Andrade

Prosper S/A Corretora de Valores e Câmbio

Quality Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S/A

Quantia CCTVM Ltda. (atual Quantia DTVM Ltda.)

Ricardo Siqueira Rodrigues

Roberto Campos Rocha

Roberto Vieira da Silva de Oliveira Costa

Senior CCVF Ltda. (atual Senior Assessoria e Consultoria S/A)

Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo

Sudameris CCVM S/A (atual ABN Amro Real CCVM S/A)

Walpires S/A Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários

Ementa: Práticas não-eqüitativas, operações fraudulentas e criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários. Absolvção.

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 maioria de votos, decidiu:

1. **Absolver** todos os acusados das acusações que lhes são imputadas, por insuficiência de provas;
2. Encaminhar o resultado desse julgamento à Secretaria de Previdência Complementar (SPC) e ao Ministério Público Federal no Estado do Rio de Janeiro.

A CVM oferecerá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional pelas absolvições proferidas.

Proferiram defesas orais os seguintes advogados: *Décio Nunes Teixeira, José Roberto de Albuquerque Sampaio, Adriano Lisboa, Luiz Carlos Andrezani, Daniel Ferreira da Ponte, Marília Camacho, Carmem Sylvia Motta Parkinson, José Paulo Leão Veloso Silva, Julian Fonseca Peña Chediak, Maria Lúcia Cantidiano, Ari Cordeiro, José Carlos Torres Neves Osório, Moisés Rodrigues, Leandro Salztrager Benzecry, Antonio Carlos Verzola, Caio Machado Filho, José de Alencar Leite Magalhães, Jorge Rojas*

Carro, Elaine de Palma Palmer, Renato Schermann Ximenes de Melo e Guilherme Valderato Mathias. Estiveram

presentes e proferiram sustentações orais os acusados Ricardo Siqueira Rodrigues, César Luiz Lima Vidal e Benedito Caeté Ferreira Filho.

Presente o procurador Fabrício Duarte Tanure, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram do julgamento os diretores Sergio Weguelin, relator, Eli Loria, Marcos Barbosa Pinto e a presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 02 de julho de 2008.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

Presidente da Sessão de Julgamento

RELATÓRIO

Da origem

1. Ao fiscalizar a Fundação de Assistência dos Empregados da CEB – FACEB, a Secretaria de Previdência Complementar - SPC apurou a existência no período de 1999 a 2001 de operações nos mercados de opções e ações com indícios de irregularidades, tendo encaminhado à CVM em 01.06.04 o relatório denominado Informação Fiscal (fls. 12/128).

2. Segundo o documento, a FACEB usava o mercado de renda variável para efetuar operações de renda fixa de modo que os ganhos que seriam obtidos no mercado à vista eram transferidos para terceiros através dos prêmios recebidos nos lançamentos de opções e pagos na reversão antes do vencimento. Na verdade, foi constatado que a FACEB assumia todo o risco da operação, recebia um prêmio ínfimo no lançamento das opções e quando o papel se valorizava no mercado à vista quase toda a valorização era repassada às contrapartes e quando a opção "virava pó", em razão da queda do preço do papel, as ações eram mantidas em carteira.

Da abertura do inquérito administrativo

3. Ao receber a documentação, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, dando início às investigações, solicitou em 03.08.04 à Bolsa de Valores do Rio de Janeiro – BVRJ a listagem dos negócios com ações e opções realizados em nome da FACEB e respectivas contrapartes, conforme relação anexa (fls. 129/130), e em 06.08.04 solicitou as mesmas informações à Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA (fls. 278).

4. Em análise datada em 14.12.04, a SMI concluiu que as operações possuíam características de terem sido previamente estruturadas em que a FACEB teria deixado de ganhar cerca de R\$2.482 mil em benefício das contrapartes e apresentavam indícios de utilização de práticas não-equitativas, razão pela qual propôs a abertura de inquérito administrativo (fls. 02/10).

5. Através de despacho de 27.12.04, a Superintendência Geral aprovou a abertura de inquérito administrativo com a finalidade de apurar a eventual ocorrência de irregularidades em negócios realizados nos mercados à vista e de opções na BVRJ e na BOVESPA nos anos de 1999 a 2001 pela FACEB (fls. 10), tendo sido designada pela Portaria CVM/SGE/Nº 046 de 01.04.05 (fls. 01), modificada em parte pela Portaria CVM/SGE/Nº 177 de 10.10.05 (fls. 1651), a Comissão responsável pela sua condução.

Das apurações realizadas pela Comissão de Inquérito

6. A Comissão de Inquérito observou que, de 58 lançamentos de opções efetuados pela FACEB, 41 ocorreram na BVRJ e destes em 39 a FACEB recebeu valores inferiores a 70% dos preços justos calculados pelo método de Black & Scholes e em 25 recebeu menos de 40%, ficando caracterizado o recebimento pela fundação de valores consideravelmente inferiores aos preços justos por ocasião do lançamento das opções.

7. Por outro lado, dos 17 lançamentos de opções efetuados na BOVESPA após 30.04.00, data em que as atividades no mercado de ações da BVRJ foram encerradas, verificou que em 15 a fundação recebeu pelo menos 70% dos preços justos calculados pelo mesmo método, sendo que em 04 recebeu até valores superiores, ficando claro que nestes lançamentos, cujo mercado possuía maior liquidez, os valores recebidos pela FACEB ficaram mais próximos dos preços justos.

8. A Comissão também observou que, das operações realizadas na BOVESPA, apenas 5 foram revertidas, todas envolvendo a negociação de Petrobrás PN, sendo que nas demais não houve exercício, e que tanto as contrapartes quanto as corretoras eram bastante diversificadas e que em duas a FACEB chegou a obter lucro. Além disso, verificou que as contrapartes da FACEB no lançamento das opções não eram as mesmas na reversão.

9. Para a apuração dos fatos, a Comissão de Inquérito dividiu as operações levantadas pela SPC denominadas de Operações Estruturadas (OE) em Grupo 1, abrangendo as realizadas na BVRJ em que as opções foram revertidas ou objeto de exercício e as ações foram adquiridas e alienadas depois de utilizadas para lastrear o lançamento de opções, e em Grupo 2, abrangendo as operações realizadas na BVRJ e na BOVESPA que não foram objeto de reversão ou exercício.

Grupo 1 – Opções que foram objeto de reversão ou exercício

10. Do Grupo 1, cujas opções foram objeto de reversão integral ou parcial ou exercidas, fazem parte 21 operações estruturadas realizadas na BVRJ que se encontram discriminadas nos anexos 03 a 21 ao Relatório da Comissão de Inquérito (fls. 3024/3112).

11. As principais características dessas operações, segundo a Comissão de Inquérito, eram as seguintes:

- a. quando havia reversão financeira das opções, o lucro obtido pela FACEB decorrente da valorização das ações no mercado à vista era reduzido pela perda sofrida com as opções;
- b. a FACEB sempre recebia como prêmio no lançamento valores sensivelmente inferiores aos justos, segundo o método de Black & Scholes;
- c. as volatilidades implícitas nos preços de lançamento de opções eram sempre inferiores às volatilidades implícitas nos preços de recompra, ou seja, a FACEB vendia barato e comprava caro;
- d. as perdas da FACEB com opções se constituíam em ganhos para as contrapartes;
- e. as contrapartes nas operações com opções, em regra, eram ligadas às corretoras Norsul, Novinvest, Prosper, Agenda ou Quality, embora, às vezes, tenham sido utilizadas também outras corretoras;
- f. a FACEB, em regra, passava as ordens para as corretoras Ágora, Cinco, Gamex, Senior e Agenda, sendo que a Cinco repassou ordens para serem executadas pela Norsul e a Gamex para a Walpires, Cinco e Ágora;
- g. como normalmente adquiria os papéis à vista, a FACEB investiu recursos consideravelmente elevados em relação às contrapartes que adquiriam apenas opções;
- h. as taxas de remuneração da FACEB eram bem pequenas em relação às taxas obtidas pelas contrapartes, sendo que, por vezes, foram negativas.

12. Segundo os cálculos efetuados pela Comissão de Inquérito, a FACEB investiu R\$33.376.050,00 e obteve o lucro de R\$1.456.878, enquanto que as contrapartes investiram R\$1.504.800,00 e obtiveram o lucro de R\$7.484.973,00.

13. A Comissão apurou que em grande parte das operações os comitentes que adquiriam as opções da FACEB e as vendiam a ela por ocasião da reversão ou as exerciam formavam blocos que tinham em comum laços profissionais, de amizade ou de parentesco. Apurou, ainda, que para viabilizar a negociação na BVRJ muitos papéis eram adquiridos no mercado à vista na BOVESPA, mediante realização de operações interpraças.

Atuação da Novinvest e clientes

14. A carteira própria da Novinvest adquiriu na BVRJ em 26.01.00 da FACEB 280.000 ações Net PN pelo valor de R\$1.033.200,00, Operação Estruturada 16, e as revendeu na BOVESPA pelo valor de R\$1.036.840,00, obtendo o lucro de R\$3.640,00.

15. Carlos Eduardo Carneiro Lemos, cliente da Novinvest, realizou os seguintes negócios com opções Petrobrás:

- a. em 21.09.99, adquiriu da FACEB 7 milhões de opções que foram revendidas a investidor do mercado em 22.09.99 com lucro de 72,72% - Operação Estruturada 22; e
 - b. em 05.11.99, adquiriu da FACEB 8 milhões de opções que foram revendidas a José Carlos de Carvalho Dias, cliente da Agenda, sendo 4 milhões em 10.11.99 com lucro de 147,62% e 4 milhões em 18.11.99 com lucro de 71,43% - Operação Estruturada 23.
16. Carlos Eduardo realizou também as seguintes operações com ações e opções Net PN – Operação Estruturada 15:
- a. em 10.12.99, vendeu por intermédio da Americainvest na BVRJ para a FACEB 600.000 ações e adquiriu 500.000 opções por intermédio da Novinvest;
 - b. em 13.12.99, vendeu 200.000 opções para os clientes da Agenda José Carlos de Carvalho Dias (65.000), Carlos Renato Mamede Noval (65.000) e Gilberto da Silva Zalfa (70.000) com lucro de 128,57%;
 - c. em 21.12.99, revendeu para a FACEB 255.000 opções com lucro de 1.400,00% e recomprou 310.000 ações; e
 - d. em 23.12.99, revendeu para a FACEB 45.000 opções com lucro de 1.328,57% e recomprou 90.000 ações.
17. O investidor realizou mais as seguintes operações com ações e opções Net PN – Operação Estruturada 16:
- a. em 20.12.99, vendeu por intermédio da Americainvest na BVRJ para a FACEB 600.000 ações e adquiriu 375.000 opções por intermédio da Novinvest;
 - b. em 17.01.00, vendeu 95.000 opções ao Banco Warburg Dillon Read S/A com lucro de 634,24%; e
 - c. em 26.01.00, vendeu 260.000 opções com lucro de 898,21%, sendo 220.000 para a FACEB e 40.000 para o Banco Warburg.
18. O Sr. Carlos Eduardo vendeu ainda à FACEB em 09.12.99 na BVRJ 54 milhões de ações Telemar PN adquiridas na BOVESPA e que constitui a Operação Estruturada 44. De acordo com informações prestadas pelo próprio, Carlos Eduardo era amigo de longa data de Ricardo Siqueira Rodrigues, gerente de mesa da Novinvest, e conhecia desde 1995 Aristóteles Magno Muniz Moraes e Paulo Sérgio Ribeiro Andrade, membros do comitê de investimento da FACEB. O lucro bruto por ele obtido foi de R\$898.430,00.
19. Ricardo Siqueira Rodrigues, gerente de mesa da Novinvest, realizou as seguintes operações:
- a. em 09.12.99, adquiriu da FACEB 20 milhões de opções Telemar PN e as vendeu em 10.12.99 ao mercado com lucro de 236,36% - Operação Estruturada 44;
 - b. em 10.12.99, adquiriu da FACEB 100.000 opções Net PN e as revendeu à FACEB, sendo 55.000 em 21.12.99 com lucro de 1.400,00% e 45.000 em 23.12.99 com lucro de 1.328,57% - Operação Estruturada 15; e
 - c. em 20.12.99, adquiriu da FACEB 85.000 opções Net PN e vendeu 53.000, sendo 33.000 em 17.01.00 ao Banco Warburg com lucro de 605,65% e 20.000 em 26.01.00 à FACEB com lucro de 893,33% - Operação Estruturada 16.
20. Ricardo, que obteve o lucro bruto de R\$182.530,00, informou que era amigo de Carlos Eduardo Carneiro Lemos e de José Carlos de Carvalho Dias, da Agenda Corretora, e que mantinha relacionamento profissional com Antonio Henrique Monteiro Nascimento, Aristóteles Magno Muniz Moraes e Paulo Sérgio Ribeiro Andrade da FACEB.
21. Bruno Grain de Oliveira Rodrigues, cliente da Novinvest que obteve o lucro bruto de R\$173.760,00, realizou as seguintes operações:
- a. em 09.12.99, comprou da FACEB 15 milhões de opções Telemar PN e revendeu 10 milhões ao mercado em 17.01.00 com lucro de 1.081,81% - Operação Estruturada 44; e
 - b. em 20.12.99, adquiriu da FACEB 90.000 opções Net PN e vendeu 60.000 em 17.01.00 ao Banco Warburg com lucro de 608,44% - Operação Estruturada 16.
22. Participaram, ainda, da Operação Estruturada 16 (Net PN) os seguintes investidores:
- a. Marcelo de Menezes Leitão, cliente da Novinvest e amigo de Carlos Eduardo Carneiro Lemos, que adquiriu em 20.12.99 da FACEB 10.000 opções e as revendeu à FACEB em 26.01.00 com lucro de 893,33 - R\$13.400,00;

- b. Bernardo Pinto Ferreira, agente autônomo de investimento da Novinvest, que também adquiriu 10.000 opções da FACEB e as revendeu à FACEB em 26.01.00 com lucro de 893,33% - R\$13.400,00;
- c. Antônio Melgaço de Lima, operador de mesa da Novinvest, que adquiriu 20.000 opções da FACEB e as revendeu à FACEB em 26.01.00 com lucro de 893,33% - R\$26.800,00; e
- d. João Luiz Franco Ferreira, agente autônomo de investimento da Novinvest, que adquiriu 10.000 opções e as revendeu em 17.01.00 ao Banco Walburg com lucro de 633,33% - R\$9.500,00.

Atuação da Agenda e cliente

23. A Agenda, carteira própria, vendeu em negócio direto em 21.09.99 1 milhão de ações Petrobrás PN à FACEB e recomprou em 03.11.99 7 milhões (Operação Estruturada 22); em 05.11.99, vendeu à FACEB em nova operação direta 8 milhões e recomprou-as em 19.11.99 (Operação Estruturada 23); em 19.11.99, vendeu mais 5 milhões à FACEB (Operação Estruturada 24); e em 26.01.00 adquiriu da FACEB 50 mil Net PN (Operação Estruturada 16).

24. José Carlos de Carvalho Dias, cliente da Agenda e que teria assento à mesa de operações da corretora, realizou as seguintes operações:

- a. em 29.04.99, vendeu à vista 10 milhões de ações Petrobrás PN à FACEB e dela comprou o equivalente em opções, que foram revertidas no dia seguinte com lucro de 222,43% - Operação Estruturada 20;
- b. em 21.09.99, vendeu à FACEB em negócio direto 2 milhões de ações Petrobrás PN e em 22.09.99 adquiriu 7 milhões de opções de investidor e as revendeu em 03.11.99 à FACEB com lucro de 56,00% - Operação Estruturada 22;
- c. em 10.11.99, adquiriu de Carlos E. Carneiro Lemos 4 milhões de opções Petrobrás PN e em 18.11.99 mais 4 milhões do mesmo investidor que foram vendidas em 19.11.99 à FACEB com lucro, respectivamente, de 83,84% e 165,55% - Operação Estruturada 23;
- d. em 19.11.99, vendeu 2 milhões de ações Petrobrás PN à FACEB e dela comprou 7 milhões de opções em operação direta, tendo em 04.02.00 recomprado da FACEB as opções com lucro de 102,29%, bem como 7 milhões de ações - Operação Estruturada 24;
- e. no mesmo dia 04.02.00, as ações foram revendidas à vista à FACEB e dela comprada a mesma quantidade de opções, tendo a operação sido revertida em 27.03.00 com a compra das ações à vista e venda das opções com lucro de 74,70% - Operação Estruturada 25; e
- f. em 13.12.99, adquiriu de Carlos Eduardo Carneiro Lemos 65.000 opções Net PN e as revendeu à FACEB em 26.01.00 com lucro de 1.137,50% - Operação Estruturada 15.

25. Todos os negócios foram realizados pela Agenda em operações diretas, com exceção da OE 15, e o lucro bruto de José Carlos de Carvalho Dias foi de R\$789.500,00.

Atuação de clientes da Norsul

26. Francisco Ribeiro de Magalhães Filho, cliente da Norsul, realizou as seguintes operações:

- a. em 19.03.99, adquiriu do Serpros 25 milhões de opções Eletropaulo PN e 1 milhão da FACEB em 23.03.99 e as revendeu à FACEB em 06.04.99 com lucro médio de 702,46% - Operação Estruturada 12/13;
- b. em 28.04.99, adquiriu da FACEB 20 milhões de opções Telemar PN e as revendeu à FACEB em 11.05.99 (8 milhões) com lucro de 623,20% e em 12.05.99 (12 milhões) com lucro de 535,20% - Operação Estruturada 41;
- c. em 12.05.99, adquiriu da FACEB 13 milhões de opções Light ON e as revendeu à FACEB em 20.05.99 com lucro de 314,41% - Operação Estruturada 18;
- d. em 17.11.99, adquiriu da FACEB 1,5 bilhão de opções Acesita PN e as revendeu à FACEB em 27.01.00 (230 milhões) com lucro de 2.141,30%, em 04.02.00 (70 milhões) com lucro de 1.950,00%, em 05.03.00 (1 bilhão) com lucro de 925,00% e em 16.03.00 (200 milhões) com lucro de 962,50% - Operação Estruturada 1;
- e. em 02.12.99, adquiriu da FACEB 30 milhões de opções Telesp Participações ON e as revendeu à FACEB em 14.01.00 com lucro de 658,14% - Operação Estruturada 35; e

f. em 06.12.99, adquiriu da FACEB 15 milhões de opções Telepar Celular PNB e as revendeu à FACEB em 29.02.00 (1.800 mil) com lucro de 1.746,15%, em 01.03.00 (2.500 mil) com lucro de 1.800,00%, em 02.03.00 (1.700 mil) com lucro de 1.911,54%, em 15.03.00 (6 milhões) com lucro de 2.207,69%, em 16.03.00 (2 milhões) com lucro de 2.276,92% e em 04.04.00 (1 milhão) com lucro de 3.588,46% - Operação Estruturada 47.

27. O lucro bruto obtido pelo investidor foi de R\$2.363.860,00.

28. José Maria Bezerra da Silva, profissional de mercado da Norsul, realizou as seguintes operações:

- a. em 19.03.99, adquiriu do Serpros 9 milhões de opções Eletropaulo PN e as revendeu à FACEB em 06.04.99 (2 milhões) com lucro de 626,31% e em 07.04.99 (7 milhões) com lucro de 767,56% - Operação Estruturada 12/13;
- b. em 28.04.99, adquiriu da FACEB 4 milhões de opções Telemar PN e as revendeu à FACEB em 11.05.99 (1 milhão) com lucro de 607,20% e em 12.05.99 (3 milhões) com lucro de 535,20% - Operação Estruturada 41;
- c. em 13.05.99, adquiriu da FACEB 2.300 mil opções Light ON e as revendeu à FACEB em 20.05.99 com lucro de 123,86% - Operação Estruturada 18;
- d. em 01.10.99, adquiriu da FACEB 5 milhões de opções Petróleo Ipiranga PN e as revendeu à FACEB em 03.12.99 com lucro de 905,55% - Operação Estruturada 33;
- e. em 11.11.99, adquiriu da FACEB 3.250 mil opções Telepar PN e as revendeu à FACEB em 20.12.99 (1.800 mil) com lucro de 86,66%, em 11.02.00 (950 mil) com lucro de 1.260,00% e em 28.02.00 (500 mil) com lucro de 1.336,66% - Operação Estruturada 46; e
- f. em 17.11.99, adquiriu da FACEB 300 milhões de opções Acesita PN e as revendeu à FACEB em 27.01.00 (45 milhões) com lucro de 2.125,00%, em 14.02.00 (20 milhões) com lucro de 1.950,00% e em 16.03.00 (235 milhões) com lucro de 1.050,00% - Operação Estruturada 1.

29. O lucro bruto obtido pelo investidor foi de R\$656.130,00.

30. Leivi Abuleac, cliente da Norsul, realizou as seguintes operações:

- a. em 28.04.99, adquiriu da FACEB 5 milhões de opções Telemar PN e as revendeu à FACEB em 11.05.99 (1 milhão) com lucro de 607,20% e em 12.05.99 (4 milhões) com lucro de 535,20% - Operação Estruturada 41;
- b. em 12.05.99, adquiriu da FACEB 2 milhões de opções Light ON e as revendeu à FACEB no em 20.05.99 com lucro de 286,27% - Operação Estruturada 18;
- c. em 26.05.99, adquiriu da FACEB 7.500 mil opções Telemar PN e as revendeu à FACEB em 18.06.99 com lucro de 231,29% - Operação Estruturada 42; e
- d. em 17.11.99, adquiriu da FACEB 100 milhões de opções Acesita PN e as revendeu à FACEB em 27.01.00 (25 milhões) com lucro de 2.125,00%, em 14.02.00 (10 milhões) com lucro de 1.950,00% e em 05.04.00 (65 milhões) com lucro de 950,00% - Operação Estruturada 1.

31. O investidor que informou ser amigo de Francisco Ribeiro de Magalhães Filho obteve o lucro bruto de R\$140.025,00.

32. Guilherme Simões de Moraes, cliente da Norsul, realizou as seguintes operações:

- a. em 28.04.99, adquiriu da FACEB 2 milhões de opções Telemar PN e as revendeu à FACEB em 11.05.99 com lucro de 607,20% - Operação Estruturada 41;
- b. em 13.05.99, adquiriu da FACEB 900 mil opções Light ON e as revendeu à FACEB em 20.05.99 com lucro de 123,86% - Operação Estruturada 18;
- c. em 26.05.99, adquiriu da FACEB 5 milhões de opções Telemar PN e as revendeu à FACEB em 18.06.99 (1 milhão) com lucro de 235,87% e em 21.06.99 (4 milhões) com lucro de 271,75% - Operação Estruturada 42;
- d. em 11.11.99, adquiriu da FACEB 400 mil opções Telepar PN e as revendeu à FACEB em 11 e 14.02.00 com lucro médio de 1.310,00% - Operação Estruturada 46;
- e. em 17.11.99, adquiriu da FACEB 100 milhões de opções Acesita PN e as revendeu à FACEB em 12.01.00 com

lucro de 1.550,00% - Operação Estruturada 1; e

- f. em 02.12.99, adquiriu da FACEB 2 milhões de opções Telesp Participações ON e as revendeu à FACEB em 14.01.00 com lucro de 658,14% - Operação Estruturada 35.

33. O investidor que informou que conhecia Francisco Ribeiro de Magalhães Filho e João Carlos de Almeida Gaspar, também clientes da Norsul, obteve o lucro bruto de R\$194.240,00.

34. João Carlos de Almeida Gaspar, cliente da Norsul, realizou as seguintes operações:

- a. em 19.03.99, adquiriu do Serpros 2 milhões de opções Eletropaulo PN e as revendeu à FACEB em 06.04.99 com lucro de 645,94% - Operação Estruturada 12/13;
- b. em 28.04.99, adquiriu da FACEB 4 milhões de opções Telemar PN e as revendeu à FACEB em 11.05.99 (1 milhão) com lucro de 607,20%) e em 12.05.99 (3 milhões) com lucro de 535,20% - Operação Estruturada 41;
- c. em 13.05.99, adquiriu da FACEB 1.800 mil opções Light ON e as revendeu à FACEB em 20.05.99 com lucro de 123,86% - Operação Estruturada 18; e
- d. em 02.12.99, adquiriu da FACEB 8 milhões de opções Telesp Participações ON e as revendeu à FACEB em 14.01.00 com lucro de 658,14% - Operação Estruturada 35.

35. O investidor que informou manter relacionamento de amizade e profissional com Francisco Ribeiro de Magalhães Filho, Leivi Abuleac e Guilherme Simões de Moraes, mas que não teria mantido contato com eles à época, obteve o lucro de R\$116.460,00.

36. David Bensusan, diretor de bolsa da Norsul que obteve o lucro bruto de R\$69.850,00, realizou as seguintes operações:

- a. em 23.03.99, adquiriu da FACEB 2 milhões de opções Eletropaulo PN e as revendeu ao Serpros em 07.04.99 com lucro de 1.073,00% - Operação Estruturada 12/13; e
- b. em 01.10.99, adquiriu da FACEB 10 milhões de opções Petróleo Ipiranga PN e as revendeu à FACEB em 23.11.99 (5 milhões) com lucro de 668,52% e em 26.11.99 (5 milhões) com lucro de 885,18% - Operação Estruturada 33.

37. Os investidores a seguir relacionados, todos operando em contraparte à FACEB, negociaram opções de Petróleo Ipiranga PN, Operação Estruturada 33:

- a. Alexandre Dias Salles, operador de mesa da Norsul, adquiriu em 01.10.99 5 milhões de opções e as revendeu em 23.11.99 com lucro de 668,52% - R\$18.050,00;
- b. Eduardo Nogueira Gomes Pereira, agente autônomo da Corretora Estratégia e cliente da Norsul, adquiriu em 01.10.99 2 milhões de opções e as revendeu em 26.11.99 com lucro de 885,18% - R\$9.560,00;
- c. Eládio Gonzalez Vazquez, cliente da Norsul com assento à mesa de operações, adquiriu em 01.10.99 10 milhões de opções e as revendeu em 23.11.99 com lucro de 668,52% - R\$36.100,00;
- d. Francisco Henrique de Siqueira Carvalho de Araújo, sócio da Norsul com assento à mesa de operações, adquiriu em 01.10.99 5 milhões de opções e as revendeu em 26.11.99 com lucro de 885,18% - R\$23.900,00;
- e. Martha da Silva Vidal, esposa de César Luiz Lima Vidal, assessor da Norsul que executou a operação em nome dela, adquiriu em 01.10.99 3 milhões de opções e as revendeu em 26.11.99 com lucro de 885,18% - R\$14.340,00;
- f. Mauro Sérgio Paixão da Silva, operador de pregão da Norsul, adquiriu em 01.10.99 1 milhão de opções e as revendeu em 23.11.99 com lucro de 662,52% - R\$3.610,00; e
- g. Newton Leite Magalhães, cliente da Norsul com assento à mesa de operações, adquiriu em 01.10.99 2 milhões de opções e as revendeu em 23.11.99 com lucro de 668,52% - R\$7.220,00.

38. Os investidores a seguir relacionados negociaram opções Eletropaulo PN, Operação Estruturada 12/13:

- a. Carlos Alberto Oliveira Souza, operador de pregão da Norsul, adquiriu em 24.03.99 da FACEB 1 milhão de opções e as revendeu em 07.04.99 a Marcelo José Konte com lucro de 1.421,00% - R\$14.210,00;

- b. Fábio Deslandes, ex-funcionário da Norsul e que permanecia à mesa de operações, adquiriu em 23.03.99 da FACEB 1 milhão de opções e as revendeu em 07.04.99 ao Serpros com lucro de 1.070,00% - R\$13.910,00;
- c. Jane Dantas Faria, ex-funcionária da Norsul e que permanecia à mesa de operações, adquiriu em 23.03.99 da FACEB 1 milhão de opções e as revendeu em 07.04.99 ao Serpros com lucro de 1.070,00% - R\$13.910,00; e
- d. Marcelo José Konte, ex-funcionário da Norsul com assento à mesa de operações, adquiriu em 23.03.99 da FACEB 3 milhões de opções e as revendeu em 07.04.99 ao Serpros com lucro de 1.073,00% - R\$41.850,00.

39. Fernando Soares de Moura Lins, cliente da Norsul com assento à mesa de operações, adquiriu em 20.12.99 de José Maria Bezerra da Silva 1.800 mil opções Telepar PN e as revendeu à FACEB em 11.02.00 (450 mil) com lucro de 628,57% e em 28.02.00 (1.350 mil) com lucro de 669,64% - Operação Estruturada 46 -, tendo obtido o lucro bruto de R\$332.325,00.

Atuação de clientes da Comercial

40. Caio Tácito Giordan da Silva, agente autônomo de investimentos da Comercial, e José Orlando Leite Cavalcanti, operador de mesa da corretora, adquiriram em 01.10.99 da FACEB cada um 3.500 mil opções da Petróleo Ipiranga PN e as revenderam à FACEB em 23.11.99 com lucro de 668,52% - Operação Estruturada 33 -, tendo cada um obtido o lucro bruto de R\$12.635,00.

Atuação de cliente da Walpires

41. Lelis Alberto de Moura Nobre, ex-sócio da Norsul que obteve o lucro bruto de R\$447.530,00, era cliente da Walpires, corretora que executou ordens da FACEB recebidas diretamente (OE 6 e 40) e repassadas pela GAMEX (OE 31/32, 33, 35 e 47), e realizou as seguintes operações:

- a. em 24.03.99, adquiriu da FACEB 18 milhões de opções Eletropaulo PN e as revendeu em 07.04.99 ao Serpros com lucro de 1.421,00% - Operação Estruturada 12/13; e
- b. em 28.04.99, adquiriu da FACEB 25 milhões de opções Telemar PN e as revendeu à FACEB em 11.05.99 com lucro de 613,60% - Operação Estruturada 41.

Atuação de clientes da Prosper Corretora

42. O Banco Prosper S/A vendeu à FACEB em 27.09.99 1 milhão e em 28.09.99 48 milhões de ações Petróleo Ipiranga PN e dela adquiriu em 28.09.99 50 milhões de opções e as revendeu à FACEB em 04.11.99 (2.900 mil) com lucro de 505,77%, em 16.11.99 (27.100 mil) com lucro de 552,72%, em 17.11.99 (10.500 mil) com lucro de 560,82% e em 18.11.99 (9.500 mil) com lucro de 566,04% - Operação Estruturada 31/32, tendo obtido o lucro bruto de R\$145.503,00.

43. Marcelo Ferreira Martins Costa, ex-funcionário e cliente da Prosper que obteve o lucro bruto de R\$129.400,00, realizou as seguintes operações:

- a. em 23.03.9, adquiriu da FACEB 5 milhões de opções Eletropaulo PN e as revendeu em 06.04.99 ao Serpros com lucro de 1.091,66% - Operação Estruturada 12/13;
- b. em 06.04.99, adquiriu da Prosper 7.100 mil opções Eletrobrás PNB e as revendeu à FACEB em 11.05.99 com lucro de 100,00% - Operação Estruturada 4;
- c. em 13.05.99, adquiriu da FACEB 1 milhão de opções Light ON e as revendeu à FACEB em 20.05.99 com lucro de 133,29% - Operação Estruturada 18; e
- d. em 17.11.99, adquiriu da FACEB 200 milhões de opções Acesita PN e as revendeu à FACEB em 09.12.99 com lucro de 412,50% - Operação Estruturada 1.

44. Mário Cesar Nassif da Fonseca, profissional de mercado e cliente da Prosper que obteve o lucro bruto de R\$126.700,00, realizou as seguintes operações:

- a. em 23.03.99, adquiriu 5 milhões de opções Eletropaulo PN e as revendeu à FACEB em 06.04.99 com lucro de 1.091,66% - Operação Estruturada 12/13;
- b. em 06.04.99, adquiriu da FACEB 6 milhões de opções Eletrobrás PNB e 100 mil da própria Prosper e as revendeu à FACEB em 11.05.99 com lucro de 100,00% - Operação Estruturada 4;

- c. em 13.05.99, adquiriu da FACEB 1 milhão de opções Light ON e as revendeu à FACEB em 20.05.99 com lucro de 133,29% - Operação Estruturada 18; e
- d. em 17.11.99, adquiriu da FACEB 200 milhões de opções Acesita PN e as revendeu à FACEB em 09.12.99 com lucro de 412,50% - Operação Estruturada 1.

45. O investidor vendeu também à FACEB em 23.03.99 10 milhões de ações Eletropaulo PN e 20 milhões em 24.03.99 (OE 12/13); 7 milhões de Light ON em 13.05.99 (OE 18); e 60 milhões de Telemar PN em 28.04.99 (OE 41).

46. Franklin Delano Lehner, cliente da Prosper, adquiriu em 11.11.99 da FACEB 1 milhão de opções Telepar PN e as revendeu à FACEB em 07.12.99 com lucro de 114,66% - Operação Estruturada 46 -. tendo obtido o lucro bruto de R\$17.200,00. Além disso, vendeu em 11.11.99 à FACEB o lote de 1 milhão de ações Telepar PN que foi recomprado em 07.12.99 por Anna Regina Cruz Lehner, ex-esposa de Franklin.

Atuação da Quality e clientes

47. A Corretora Quality e seus clientes realizaram apenas negócios com opções Petróleo Ipiranga PN, Operação Estruturada 31/32, a saber:

- a. Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, ex-funcionário, adquiriu em 27.09.99 da FACEB 50 milhões de opções e as revendeu em 19.11.99 (20 milhões à FACEB e 5 milhões ao Serpros) com lucro médio de 503,51% e 25 milhões ao Serpros em 22.11.99 com lucro de 400% - R\$167.150,00;
- b. a Quality adquiriu em 28.09.99 do Serpros 15 milhões de opções e as revendeu à FACEB em 03.11.99 com lucro de 394,36% - R\$42.000,00; e
- c. Gerson Scaciota Rebane, operador de mesa, adquiriu em 28.09.99 do Serpros 15 milhões de opções e as revendeu à FACEB em 03.11.99 com lucro de 394,36% - R\$42.000,00.

Atuação da Corretora Cinco

48. Esta corretora não executou ordens de contrapartes da FACEB, executou diversas ordens da fundação e sua carteira própria realizou operações interpraças adquirindo as seguintes ações na BOVESPA e as revendendo à FACEB na BVRJ: 2 bilhões de Acesita em 17.11.99 (OE 1), 7 milhões de Light ON em 12.05.99 (OE 18), 49 milhões de Petróleo Ipiranga PN em 27.09.99 (OE 31/32) e 5 milhões de Petróleo Ipiranga PN em 01.10.99 (OE 33).

Grupo 2 – Opções lançadas que não foram objeto de reversão ou exercício

49. A FACEB efetuou o lançamento de 27 operações em que não houve nem a reversão nem o exercício das opções. Entretanto, em face da queda no preço das ações no mercado à vista, a carteira sofreu na data do vencimento das opções perda de cerca de R\$3.001.029,00, registrando taxa de retorno negativa, ficando claro, segundo a Comissão de Inquérito, que não eram operações de financiamento ou de renda fixa, hipóteses em que a taxa de retorno deveria ser positiva.

50. Das 27 operações, 4 foram responsáveis por cerca de 74% do prejuízo sofrido e apenas 3, em que a cotação se manteve igual ou próxima ao preço praticado na data do lançamento das opções, apresentaram lucro. Nos 15 lançamentos efetuados na BVRJ, a FACEB também recebeu menos de 60% do preço justo calculado pelo modelo de Black & Scholes, sendo que em 11 recebeu menos de 40%, enquanto que dos 12 lançamentos efetuados na BOVESPA recebeu prêmios superiores a 70% e em 6 deles superiores a 90%.

51. A Comissão de Inquérito verificou que os comitentes que atuavam na BVRJ em contraparte à FACEB, embora tenham tentado continuar a atuar na BOVESPA, não obtiveram o mesmo êxito provavelmente em razão da interferência de outros investidores. Verificou ainda que muitos dos comitentes que atuaram no Grupo 2 também atuaram no Grupo 1.

52. Da Novinvest, adquiriram opções da FACEB: Carlos Eduardo Carneiro Lemos, no valor de R\$420.020,00; Bruno Grain de O. Rodrigues, no valor de R\$22.600,00; Ricardo Siqueira Rodrigues, no valor de R\$10.400,00; João Luiz Franco Ferreira, no valor de R\$9.200,00; Marcelo de Menezes Leitão, no valor de R\$7.700,00; Antônio Melgaço de Lima, no valor de R\$10.440,00; e Bernardo Pinto Ferreira no valor de R\$3.200,00. Além desses, outros investidores adquiriram opções da FACEB: Luiz Fernando Sodré Imbuzeiro, cliente, no valor de R\$8.000,00; Benedito Caeté Ferreira Filho, cliente, no valor de R\$12.000,00; Jayme Pereira Mello, estagiário, no valor de R\$3.200,00; Frederico Lopez Junior, operador de mesa, no valor de R\$3.200,00; e Giorgio Virzi, agente autônomo, no valor de R\$78.000,00.

53. Da Corretora Agenda, apenas Gilberto da Silva Zalfa, agente autônomo e amigo de José Carlos de Carvalho Dias, adquiriu opções do Grupo 2 da FACEB no valor de R\$24.635,00.

54. Da Corretora Norsul, os seguintes investidores adquiriram opções da FACEB: Guilherme Simões de Moraes, no valor de R\$1.520,00; José M. Bezerra da Silva, no valor de R\$5.230,00; Leivi Abuleac, no valor R\$11.400,00; Francisco R. Magalhães Filho, no valor de R\$60.810,00; João C. de Almeida Gaspar, no valor de R\$1.430,00; David Bensusan, no valor de R\$1.650,00; Newton Leite Magalhães, no valor de R\$1.650,00; Eládio Gonzalez Vazquez, no valor de R\$5.000,00; Marcelo José Konte, no valor de R\$22.500,00; Norsul Corretora, no valor de R\$32.500,00; Francisco H. de S. Carvalho, no valor de R\$1.650,00; e Fábio Deslandes, no valor de R\$1.650,00. Além desses, César Luiz Lima Vidal, que assessorava clientes da corretora e realizou em nome da esposa Martha da Silva Vidal operação do Grupo 1, adquiriu opções do Grupo 2 no valor de R\$1.650,00.

55. Da Walpires, atuou em contraparte à FACEB apenas Lelis Alberto de Moura Nobre, adquirindo opções no valor de R\$8.250,00.

56. Da Corretora Prosper, os seguintes comitentes também adquiriram opções em contraparte à FACEB: Banco Prosper, no valor de R\$105.000,00; Mário Cesar Nassif da Fonseca, no valor de R\$13.750,00; e Marcelo Ferreira Martins Costa, no valor de R\$36.500,00. Além desses, realizaram operações Marcelo Vieira da Silva Oliveira Costa, diretor de bolsa, no valor de R\$18.400,00 e os seguintes investidores ligados a ele por relações de parentesco: Roberto Vieira da Silva Oliveira Costa, no valor de R\$7.950,00; Lavínea Ferraiuolo de Oliveira Costa, no valor R\$4.770,00; Gilson Pereira Vieira da Silva, no valor de R\$3.180,00; e Marcelo Moses Boscoli, no valor de R\$4.770,00.

57. Da Corretora Americainvest, Cássio Ribeiro Correa, operador de pregão, embora não tenha atuado como contraparte à FACEB nas operações do Grupo 1, adquiriu opções do Grupo 2, tendo investido apenas R\$1.000,00. Segundo informou, mantinha relacionamento de mercado com José Carlos de Carvalho Dias, da Agenda Corretora.

Das declarações prestadas pelos investidores

58. Instados a se manifestar sobre as operações pela Comissão de Inquérito mediante envio de questionário, os investidores que obtiveram lucro afirmaram ter recebido os valores correspondentes e que tomaram suas próprias decisões de investimento, com exceção dos seguintes:

- a. Gilson Pereira Vieira da Silva que disse ter recebido sugestão da Prosper;
- b. José Orlando Leite Cavalcanti e Caio Tácito Giordan da Silva, operadores da Corretora Comercial, que afirmaram ter tomado a decisão em conjunto e que negociaram na BVRJ por existir série aberta;
- c. Lavínia Ferraiuolo Oliveira Costa, cuja operação foi realizada pelo marido Roberto Vieira da Silva de Oliveira Costa;
- d. Martha da Silva Vidal, cuja operação também foi realizada pelo marido César Luiz Lima Vidal;
- e. Anna Regina Cruz Lehner, cuja operação foi realizada pelo ex-marido Franklin Delano Lehner; e
- f. Benedito Caeté Ferreira Filho, que disse ter recebido sugestão de João Luiz Franco Ferreira, operador da Novinvest, executor da operação.

59. Das corretoras Cinco, Novinvest, Agenda (operações interpraças no mercado à vista) e Quality (operações do Grupo 1) que atuaram na contraparte da FACEB, obteve-se as seguintes informações:

- a. Agenda – as operações decorreram das condições de mercado e tiveram o intuito de fortalecer a BVRJ e criar liquidez, mercado no qual a corretora tinha atuação plena e recebia o benefício dos emolumentos;
- b. Americainvest - acreditava que a operação fosse lucrativa, mas deu prejuízo;
- c. Cinco – realizava operações interpraças com o objetivo de contribuir com a liquidez das bolsas e aproveitar oportunidades de mercado, colaborando desta forma para tornar o preço das ações menos desiguais;
- d. Prosper – tinha como estratégia realizar operações de arbitragem, comprar ações e vender opções e fazer as respectivas reversões;
- e. Quality – as operações foram realizadas pela pessoa que atuava na mesa de operações com o objetivo de gerar resultados positivos, não tendo sido possível identificar o responsável por não existirem mais os registros

em razão do tempo já decorrido.

Informações prestadas pelas corretoras que executaram operações da FACEB e/ou das contrapartes

60. Relativamente à atuação das corretoras intermediárias, a Comissão de Inquérito apurou que as operações por elas executadas eram de responsabilidade dos próprios clientes, não cabendo a elas fazer sugestões, e que as ordens eram recebidas por suas mesas e executadas. Com relação às ordens repassadas por outras instituições, afirmaram que não tinham conhecimento da identidade dos respectivos comitentes.

61. No que se refere às ordens recebidas pelas corretoras Sudameris e Comercial em nome, respectivamente, de Francisco Ribeiro de Magalhães Filho e Caio Tácito Giordan da Silva/José Orlando Leite Cavalcanti e repassadas à Norsul que as executou na BVRJ, foi apurado o seguinte:

- a. a Sudameris não desenvolvia à época estratégia para clientes, sendo que os negócios de Francisco Ribeiro de Magalhães Filho foram de sua própria iniciativa. Este, por sua vez, informou que utilizava a Sudameris porque mantinha aplicações de renda fixa no Banco Sudameris, o que facilitava a liquidação financeira;
- b. o diretor da Comercial, Luiz Fernando Monteiro, informou que a decisão pelo investimento era dos próprios comitentes e que a execução cabia ao operador de mesa José Orlando Leite Cavalcanti;
- c. a Sudameris e a Comercial repassavam as ordens para a Norsul por ser a sua correspondente junto à BVRJ.

Informações prestadas pelos membros do comitê de investimento da FACEB

62. Das informações prestadas pelo presidente da FACEB Alírio Pedro Braga, que participava das reuniões do comitê, cabe destacar o seguinte (fls. 2404/2437):

- a. embora corretoras e bancos apresentassem inúmeras operações que eram analisadas pela Gerência de Análise e Investimentos e submetidas ao diretor da área, após triagem, as operações ora questionadas foram de iniciativa da fundação;
- b. os contatos com profissionais de mercado eram feitos pela diretoria administrativo-financeira;
- c. não teve conhecimento de que eventualmente tivessem sido fornecidas ao mercado informações sobre ordens transmitidas ou que tivesse havido negociações para fechamento de operações;
- d. o responsável pelas operações de renda variável era o diretor administrativo-financeiro Antonio Henrique Monteiro Nascimento;
- e. as operações tinham como estratégia e fundamento econômico uma atuação mais agressiva no mercado de renda variável em face do elevado déficit atuarial existente ao final do exercício de 1998 e deram certo tanto que o déficit foi debelado;
- f. as operações teriam sido direcionadas à BVRJ pelo fato de o mercado de opções ser à época mais ativo naquela bolsa, enquanto o mercado à vista era mais forte na BOVESPA;
- g. não havia critério predeterminado para o cálculo do prêmio, sendo que o principal parâmetro considerado era a taxa final pactuada nos financiamentos;
- h. as reversões ocorriam quando as taxas de retorno eram alcançadas e quando havia liquidez e a operação era favorável à fundação, sendo que as orientações eram dadas pelo comitê de investimento, cabendo à diretoria financeira executá-las;
- i. a diversidade de corretoras intermediárias utilizadas revela que as operações não eram centralizadas.

63. Das informações prestadas por Antonio Henrique Monteiro Nascimento, diretor administrativo-financeiro e membro do comitê de investimento, responsável pelas operações, extrai-se o seguinte (fls. 2438/2484):

- a. em face da desvalorização do real em janeiro/99, a explosão das taxas de juros e as perdas sofridas pela BOVESPA, as operações de financiamento pareceram à época a alternativa mais confiável, pois permitia a obtenção de prêmios elevados em relação ao CDI, sendo que a estratégia adotada foi a de retornar ao mercado de renda variável, formando um portfólio com liquidez no curto e médio prazo e financiamento de opções;

- b. não cabia à FACEB a escolha da bolsa em que seria executada a operação. Entretanto, apesar do menor volume na BVRJ, os serviços da CBLC eram considerados mais eficientes e por isso ela detinha maior quantidade de títulos que a CLC. Com isso, muitas operações de financiamento com ativos custodiados na BVRJ eram feitos nessa bolsa como forma de evitar que transferências para São Paulo gerassem o aporte de margens de garantia;
- c. nenhuma informação foi fornecida às corretoras que atuaram na contraparte a respeito das operações;
- d. nenhum modelo de precificação de opções era utilizado, sendo que as operações de financiamento tinham como objetivo a obtenção de um prêmio de risco em que o *benchmark* fosse o CDI;
- e. em 1999, a fundação apresentou superávit de R\$47,989 milhões, superando o déficit acumulado até 1998 de R\$40,916 milhões, resultando num superávit acumulado de R\$7,073 milhões;
- f. o comitê de investimento sempre foi soberano em suas decisões de investimento, não tendo recebido sugestões de quem quer que seja.

64. Paulo Sérgio Ribeiro de Andrade (fls. 2540/2596), analista financeiro e membro do comitê, e Aristóteles Magno Muniz Moraes (fls. 2485/2539), gerente de investimento e também membro do comitê, prestaram informações semelhantes a Antonio Henrique Monteiro Nascimento, sendo que Aristóteles disse ainda que eventualmente Carlos Eduardo Carneiro Lemos, quando representante da corretora Novinvest, telefonava oferecendo operações de renda fixa e variável.

65. Segundo a Comissão de Inquérito, embora a FACEB buscasse investimentos que permitissem um prêmio de risco em uma estratégia em que o *benchmark* fosse o CDI, ou seja, a obtenção de uma taxa pouco superior ao da renda fixa, as contrapartes, por sua vez, objetivavam maximizar o retorno no mercado de renda variável, ficando claro que nem isso foi possível à fundação alcançar como ocorreu com as operações do Grupo 2.

Conclusões da Comissão de Inquérito

66. Nas Operações Estruturadas analisadas no Grupo 1 realizadas na BVRJ, a FACEB investiu R\$33.376.050,00 para auferir R\$1.456.878,00, enquanto que as contrapartes tiveram o lucro de R\$7.484.973,00 e investiram apenas R\$1.504.800,00, ao passo que nas operações analisadas no Grupo 2, em que os papéis em regra sofreram queda, a perda da carteira da FACEB foi da ordem de R\$3.001.029,00.

67. Os negócios realizados pela FACEB consistiam na compra de ações no mercado à vista e simultâneo lançamento de opções de compra e poderiam ser consideradas operações de *hedge*, cuja finalidade seria minimizar a perda em caso de queda do preço da ação até o montante equivalente ao prêmio recebido ou obter um rendimento fixo, em caso de elevação do preço do papel.

68. Ocorre que esse tipo de operação, em caso de alta, limita o lucro do lançador e anula qualquer ganho acima do preço de exercício, transferindo-o à contraparte, e, em caso de queda superior ao preço de custo das ações mais o prêmio recebido, a FACEB, além de não garantir a taxa atuarial, estaria assumindo o risco de queda da cotação, tal como se verificou nas operações analisadas no Grupo 2. Com isso, além de não se garantir a renda pré-fixada, o retorno poderia ser negativo.

69. Embora as operações tenham assegurado à FACEB, em regra, em caso de alta, a obtenção de retorno equivalente à taxa atuarial, as opções negociadas na BVRJ não tinham grande liquidez e ficaram limitadas a alguns investidores.

70. Observou-se também que, além de não limitar os lucros na alta e o prejuízo na baixa, os prêmios recebidos pela FACEB no lançamento das opções eram consideravelmente inferiores aos preços justos calculados pelo modelo de Black & Scholes, o que significa que a FACEB "vendeu barato" e as contrapartes "pagaram pouco". Isto ocorreu normalmente nas operações realizadas na BVRJ, pois, dos 41 lançamentos efetuados nessa bolsa, em 25 a FACEB recebeu menos de 40% dos preços justos, enquanto que, dos 17 lançamentos realizados na BOVESPA, em 15 recebeu pelo menos 70% dos preços justos.

71. Em que pese os membros do comitê de investimento da FACEB terem dito que não era utilizado nenhum modelo de precificação das opções, a verdade é que a meta de obtenção de rendimentos acima do CDI não exclui uma avaliação quanto aos preços pagos pelos ativos negociados, sendo que, no caso, as operações travaram apenas os ganhos advindos de alta, mas não isentaram a carteira das perdas decorrentes da queda, ou seja, não garantiram o principal investido.

72. As operações foram direcionadas à BVRJ em razão da conveniência de lá se abrirem séries de opções, que, como não possuíam liquidez e nem parâmetro de preço de mercado, devido à quase nula possibilidade de interferência, eram negociadas a preços inferiores ao preço justo calculado pelo método de Black & Scholes. Assim, em caso de alta, à FACEB era assegurada apenas a taxa atuarial e às contrapartes expressivos lucros, a exemplo do que ocorreu nas operações abordadas no Grupo 1.

73. Por outro lado, mesmo nos casos em que os preços dos papéis caíram abaixo do preço de exercício e as opções não foram exercidas, o que significa que as contrapartes perderam o prêmio, a FACEB acabou recebendo valores inferiores aos preços justos e teve seu patrimônio desvalorizado em cerca de R\$3 milhões, conforme se verifica das operações constantes do Grupo 2.

74. Com isso, a FACEB assumiu o custo do carregamento das ações de sua carteira, mas não se beneficiou da alta das cotações, transferindo com o lançamento de opções para as contrapartes todo o ganho que teria além da renda fixa, e, quando o preço das ações caiu, sofreu o prejuízo com a desvalorização da carteira e não obteve taxa de retorno alguma, tendo, inclusive, incorrido em perdas como se verifica dos números abaixo:

Resultados FACEB Em R\$

Ganhos decorrentes de negociações no mercado à vista 8.861.371

Perdas decorrentes dos negócios com opções 7.484.973

Desvalorização da carteira 3.001.029

75. Os membros do comitê de investimento da FACEB, integrado por Alírio Pedro Braga, presidente da fundação, Antonio Henrique Monteiro Nascimento, diretor administrativo-financeiro, Aristóteles Magno Muniz Moraes, gerente de investimentos, e Paulo Sérgio Ribeiro de Andrade, analista financeiro, detinham o poder de decisão sobre os investimentos e participavam de toda a seqüência de fatos. Assim, verifica-se a conduta intencional no acompanhamento da execução das operações sob sua responsabilidade ao não maximizarem a rentabilidade dessas operações, sendo tais desídiás provas inequívocas da sua participação no processo, cujo prejuízo não poderia passar despercebido.

76. A Corretora Novinvest, no caso, recebeu ordens de diversos clientes que atuaram na contraparte da FACEB e as repassou para as corretoras Integral, Agenda ou Americainvest, dentre eles Carlos Eduardo Carneiro Lemos, que freqüentava diariamente o recinto da corretora, e Ricardo Siqueira Rodrigues, gerente de mesa, que eram amigos e mantinham contatos profissionais com participantes do comitê. A Novinvest e Carlos Eduardo Carneiro Lemos realizaram também negócios no mercado à vista, viabilizando, com isso, os negócios realizados pela FACEB na BVRJ.

77. A Corretora Agenda executou ordens para a FACEB recebidas diretamente (OE 3, 5, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 38 e 44) e repassadas pela Novinvest, bem como para a carteira própria e para os comitentes José Carlos de Carvalho Dias e Gilberto da Silva Zalfa. Segundo foi apurado, José Carlos, embora fosse cliente, freqüentava a mesa de operações e teria recebido, inclusive, ordens repassadas pela Corretora Senior.

78. A Corretora Norsul, a que mais atuou em contraparte à FACEB, executou ordens de sua carteira própria (OE 34), de seu diretor, funcionários, ex-funcionários, profissionais de mercado a ela ligados, clientes com acesso à mesa de operações e amigos ou familiares, e da própria FACEB em repasse da Corretora Cinco (OE 1 e 46). Embora, em princípio, a Norsul não tivesse conhecimento do cliente que operava pela Cinco, as características das operações e a freqüência das pessoas que atuaram na contraparte levam à conclusão de que a mesma não atuou como mera executora de ordens, mas sim como partícipe essencial no esquema montado.

79. A Corretora Prosper executou ordens em contraparte à FACEB para a carteira própria (OE 42), para o Banco Prosper e profissionais ligados à corretora e seus parentes e amigos. A exemplo do que ocorreu na Norsul, as características das operações e a freqüência dos clientes na contraparte da FACEB mostram que eles tinham plena consciência de que estavam participando de operações estruturadas. Não fosse assim, Mário Cesar Nassif da Fonseca, Marcelo Ferreira Martins Costa, Franklin Delano Lehner, Banco Prosper e a carteira própria da corretora não teriam realizado negócios à vista na BOVESPA para viabilizar as operações na BVRJ.

80. A Corretora Quality executou ordens em contraparte à FACEB para a carteira própria e de clientes que permaneciam à mesa de operações (OE 31/32).

81. A Corretora Americainvest executou ordens em contraparte à FACEB para o operador de pregão Cássio Ribeiro Correa (OE 2) e Carlos Eduardo Carneiro Lemos, para o qual executou também ordens repassadas pela Novinvest.

82. A Corretora Cinco recebeu ordens da FACEB e as executou diretamente (OE 4, 7, 18 e 36) ou as repassou para serem executadas pela corretora Norsul e Quantia (OE 46). Além disso, executou ordens repassadas pela Gamex (OE 42 e 43). A carteira própria também atuou como contraparte da FACEB pela Norsul.
83. A Corretora Gamex recebeu ordens da FACEB e as repassou para serem executadas pela Cinco (OE 12/13), Walpires (OE 31/32, 33, 35 e 47) e Ágora (OE 42 e 43).
84. A Corretora Walpires executou ordens da FACEB recebidas diretamente e repassadas pela Gamex (OE 31/32, 33 e 47), bem como executou ordens de cliente.
85. A Corretora Ágora executou ordens recebidas diretamente da FACEB (OE 39 e 41) e repassadas pela Gamex (OE 42 e 43).
86. A Corretora Senior recebeu ordens da FACEB e as repassou para que fossem executadas pela Equipe (OE 15, 16 e 17).
87. A Corretora Equipe executou ordens repassadas pela Senior (OE 15, 16 e 17).
88. A Corretora Integral executou ordens recebidas da FACEB (OE 2) e de contrapartes, clientes da Novinvest (OE 2).
89. A Corretora Quantia executou ordens da FACEB recebidas diretamente (OE 34) e repassadas pela Cinco (OE 46).
90. A Corretora Sudameris recebeu ordens de Francisco Ribeiro Magalhães Filho e as repassou para serem executadas pela Norsul (OE 47 e 33).
91. A Corretora Comercial recebeu ordens de Caio Tácito Giordan da Silva e José Orlando Leite Cavalcanti que foram repassadas para serem executadas pela Norsul (OE 33).
92. A Corretora Exata executou ordens em nome de Anna Regina Cruz Lehner (OE 46).
93. As corretoras acima mencionadas participaram ativamente na montagem e execução do esquema em que a FACEB foi colocada em posição indevida de desequilíbrio perante os demais participantes das operações. Os resultados obtidos pelas contrapartes da FACEB corroboram o entendimento de que as operações foram estruturadas para proporcionar sistemáticos e expressivos lucros às contrapartes, sendo que, sem a efetiva participação dos comitentes com estreita ligação entre si e com as corretoras envolvidas, o esquema não teria sido implementado. *"Os lucros auferidos pelas contrapartes da FACEB já estavam fixados por ocasião do lançamento das opções. Ainda nos casos que as opções lançadas pela fundação "viraram pó", descritos no Grupo 2 deste relatório (parágrafos 90 a 134), as eventuais perdas sofridas pelos adquirentes desses títulos foram reduzidas, visto que os investimentos por eles efetuados eram pequenos e pagaram preços sub-avaliados em relação aos que seriam justos."*
94. A Comissão destaca ainda que alguns comitentes que negociaram ações em contraparte à FACEB, comprando ou vendendo ações na BVRJ, realizaram operação contrária na BOVESPA, praticando preços próximos, o que demonstra que, mesmo no mercado à vista, a BVRJ não apresentava liquidez suficiente para suprir a FACEB. Esses fatos levam à conclusão de que as compras e vendas realizadas pela FACEB tinham a finalidade de viabilizar o lançamento das opções, que foram lesivas à fundação, e que dependiam de prévio acerto entre os vários agentes.
95. As opções que não possuíam liquidez e nem parâmetro de preço possibilitavam, especialmente no lançamento, que a FACEB recebesse como prêmio valores muito inferiores ao preço justo e nas reversões era fixado um determinado preço que garantisse a taxa atuarial à fundação, transferindo dessa forma às contrapartes toda a rentabilidade gerada pelo carregamento das ações pela carteira. Com isso, ficou nítida a posição de inferioridade da FACEB em relação às contrapartes, restando caracterizada a ocorrência de prática não-equitativa no mercado de valores mobiliários, sendo que nos casos em que as cotações caíram a FACEB teve prejuízo em decorrência da redução do valor da carteira.
96. Tais operações são também consideradas fraudulentas, pois, sob a forma disfarçada de financiamento, visavam proporcionar expressivos lucros às contrapartes da fundação, ocultando aos órgãos responsáveis por sua fiscalização o seu verdadeiro objetivo e induzindo a erro os participantes dos planos de previdência que tiveram diminuída a rentabilidade dos valores aplicados.
97. A escolha da BVRJ teve o único propósito de realizar as operações a preços que atendessem ao interesse do esquema, sendo que os comitentes que atuaram em contraparte à FACEB não teriam efetuado nenhum negócio com opções na BVRJ se não fosse para atuar como contraparte da fundação e auferir lucros. O fato de não terem obtido os mesmos resultados na BOVESPA após o encerramento das atividades no mercado de bolsa da BVRJ corrobora esse

entendimento. Consoante a Deliberação CVM nº 14/83, as operações consideradas legítimas não se confundem com as negociações que, embora atendam a requisitos de ordem formal, sejam realizadas com a finalidade de gerar resultados previamente acertados, fato que ficou caracterizado nas operações ora investigadas, configurando a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários.

Das responsabilidades atribuídas pela Comissão de Inquérito

98. Diante dos fatos apurados, a Comissão de Inquérito propôs a responsabilização pela ocorrência de práticas não-equitativas, operações fraudulentas e criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários, definidas, respectivamente, pelas alíneas "d", "c" e "a" do item II e vedadas pelo item I, ambos da Instrução CVM nº 8/79, nas operações realizadas em nome e em detrimento da FACEB, especialmente na BVRJ, no mercado à vista e de opções em 1999 e 2000, das seguintes pessoas:

- a. Antonio Henrique Monteiro Nascimento, Alírio Pedro Braga, Aristóteles Magno Muniz Moraes e Paulo Sérgio Ribeiro de Andrade, todos membros do comitê de investimento da FACEB;
- b. Norsul CCVM S/A, seu diretor David Bensusan, Alexandre Dias Salles, Carlos Alberto Oliveira Souza, César Luiz Lima Vidal, Eduardo Nogueira Gomes Pereira, Eládio Gonzalez Vazquez, Fábio Deslandes, Fernando Soares de Moura Lins, Francisco Henrique de Siqueira Carvalho de Araújo, Francisco Ribeiro de Magalhães Filho, Guilherme Simões de Moraes, Jane Dantas Faria, João Carlos de Almeida Gaspar, José Maria Bezerra da Silva, Leivi Abuleac, Marcelo José Konte, Martha da Silva Vidal, Mauro Sérgio Paixão da Silva e Newton Leite Magalhães;
- c. Walpires S/A CCTVM e Lelis Alberto de Moura Nobre;
- d. Novinvest CVM Ltda., seu diretor José Oswaldo Morales, Antônio Melgaço de Lima, Bernardo Pinto Ferreira, Bruno Grain de Oliveira Rodrigues, Carlos Eduardo Carneiro Lemos, João Luiz Franco Ferreira, Marcelo de Menezes Leitão e Ricardo Siqueira Rodrigues;
- e. Benedito Caeté Ferreira Filho, Frederico Lopez Junior e Luiz Fernando Sodre Imbuzeiro, que atuaram pelas corretoras Novinvest e Integral;
- f. Giorgio Virzi, que atuou pelas corretoras Novinvest, Integral e Americainvest;
- g. Jayme Pereira Mello, que atuou pelas corretoras Novinvest e Americainvest;
- h. Agenda CCVM Ltda., seu diretor Luiz Antonio Sales de Mello, Gilberto da Silva Zalfa e José Carlos de Carvalho Dias;
- i. Integral CTVM S/A e seu diretor Marcos Pizarro Mello Ourivio;
- j. Americainvest CCTVM Ltda., seu diretor Luiz Kleber Hollinger da Silva e Cássio Ribeiro Correa;
- k. Gamex Securities CCVM Ltda. e seu diretor Gilson Araújo Junior;
- l. Cinco S/A Corretoras Associadas de CVM Ltda. e seu diretor Luis Felipe Indio da Costa;
- m. Prosper S/A CVC, seu diretor Marcelo Vieira da Silva de Oliveira Costa, Anna Regina Cruz Lehner, Banco Prosper S/A, Franklin Delano Lehner, Gilson Pereira Vieira da Silva, Larry Pereira Martins, Lavínia Ferraiuolo de Oliveira Costa, Marcelo Ferreira Martins Costa, Marcelo Moses Boscoli, Mário Cesar Nassif da Fonseca e Roberto Vieira da Silva de Oliveira Costa;
- n. Ágora CTVM Ltda. e seu diretor Roberto Campos Rocha;
- o. Senior CCVF Ltda. e seu diretor Edgar da Silva Ramos;
- p. Quality CCTVM S/A, seu diretor David Jesus Gil Fernandez, Gerson Scaciota Rebane e Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo;
- q. Quantia CCTVM Ltda. e seu diretor Lauro Mendonça Gouvêa Filho;
- r. Equipe S/A CV e seu diretor Guilherme Henrique Jorge O'Connor;
- s. Comercial S/A CVC, seu diretor Luiz Fernando Monteiro de Gouvêa, Caio Tácito Giordan da Silva e José Orlando Leite Cavalcanti;

- t. Sudameris CCVM S/A e seu diretor José Roberto Lorenzi; e
- u. Exata CTVM S/A e seu diretor Antônio Carlos Reissmann.

99. A Comissão de Inquérito propôs, ainda, o envio de cópia do Relatório à Secretaria de Previdência Complementar – SPC, à Receita Federal e ao Ministério Público Federal do Estado do Rio de Janeiro, o que foi feito com o envio, respectivamente, dos ofícios às fls. 3221 a 3233.

Das razões de defesa

Quanto aos membros do comitê de investimento da FACEB

100. **Antonio Henrique Monteiro Nascimento**, diretor administrativo-financeiro da FACEB, apresentou defesa (fls. 3820/3855), aludindo o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, argüiu que:
 - b. seu direito à ampla defesa foi cerceado pela Comissão de Inquérito, tendo em vista que: (i) o termo acusatório concluiu pela culpa do defendente sem lhe ter concedido espaço para manifestação, (ii) e os autos se situam no Rio de Janeiro e o defendente tem domicílio no Distrito Federal, dificultando o acesso ao seu conteúdo;
 - c. a pretensão punitiva da CVM está prescrita, nos termos do art. 1º da Lei 9873/99, já que as operações investigadas no caso em tela tiveram início em janeiro de 1999, há mais de 5 anos da data do recebimento da intimação (30.05.06); e
 - d. houve "*bis in idem*", vez que a CVM e a Secretaria de Previdência Complementar prosseguiram paralelamente apurando o mesmo fato, o que agride o princípio "*bis de eadem re ne sit actio*" ("não haja ação duas vezes sobre a mesma coisa");
- e. **No mérito**, o defendente afirma que:
 - f. não causou prejuízo a entidade alguma enquanto era diretor da FACEB, não tendo qualquer participação em operações de manipulação de preços, mas apenas se limitando a atuar no mercado conforme lhe cumpria;
 - g. apesar de a acusação se basear na alegada inobservância ao modelo de cálculo "*Black & Scholes*", não há qualquer norma impondo a sua aplicação aos fundos de pensão;
 - h. conforme se destaca do Estatuto Social da FACEB, a CEB exercia estreita vigilância sobre a fundação, de maneira que não haveria como se tentar práticas não-equitativas;
 - i. em compasso com o art. 48 da Lei 6435/77¹ e com o Relatório Anual da FACEB, houve a devida fiscalização à fundação;
 - j. quanto às operações no mercado de opções, os agentes envolvidos não podem ser conhecidos;
 - k. a FACEB operou no mercado de opções obedecendo a diretrizes do Comitê de Investimentos e seguindo os parâmetros de rentabilidade, sendo que as operações nesse segmento de mercado tinham como objetivo lucrar a uma taxa próxima à paga pelo mercado interbancário;
 - l. a SPC e a CVM estariam confundindo diminuição de lucro com ocorrência de prejuízo real, pois utilizam como parâmetro a diferença entre os resultados encontrados na utilização do método Black & Scholes e do preço escolhido pela FACEB; e
 - m. a Comissão de Inquérito no cálculo das perdas com Cesp PN no valor de R\$1.063.920,00, operação integrante do Grupo 2, não levou em conta o fato de que a companhia foi cindida em mais três empresas, o que explica a queda de R\$29,90 do preço da ação na data do lançamento da opção para R\$7,93 na data do vencimento, incorrendo em flagrante equívoco.

101. **Alirio Pedro Braga**, presidente da FACEB, apresentou defesa (fls. 3714/3750), com os mesmos argumentos de Antonio Henrique Monteiro Nascimento.

102. **Aristóteles Magno Muniz Moraes**, gerente de investimento da FACEB, apresentou defesa com os mesmos argumentos que Antonio Henrique Monteiro Nascimento, a não ser a constatação de que seu vínculo empregatício com a FACEB era regido pela CLT (fls.3939), razão pela qual não se aplicaria ao defendente a Lei Complementar

103. **Paulo Sérgio Ribeiro de Andrade** também apresentou defesa idêntica à de Antonio Henrique Monteiro Nascimento (fls. 4037/4144), tendo como única particularidade a alegação de que foi contratado pelo regime da CLT para o cargo de contador, exercendo função de analista administrativo-financeiro, na qual não exercia qualquer ingerência no comando da entidade. Por esta razão, conclui o defendente que não haveria como enquadrá-lo na Lei Complementar nº109/2001, nem mesmo no art. 76 da Lei nº6.435/77.

Quanto à Norsul CCVM S/A e aos funcionários e clientes

104. A **Norsul CCVM S/A** (atual **Norsul Participações S/A**), intermediadora das operações tanto de pessoas a ela ligadas quanto da FACEB, em repasse da Corretora Cinco (OE 1 e 46), e contraparte da FACEB em operações no mercado de opções (OE 34), apresentou defesa (fls. 5067/5141), alegando o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, afirmou que a pretensão punitiva da CVM resta prescrita, tendo em vista o prazo de mais de cinco anos transcorrido entre a inauguração do inquérito administrativo (01.04.05) e a única operação de aquisição de opções em que a defendente foi parte (22.03.00), constatando-se o mesmo em relação às operações em que a Norsul figurou como intermediadora;
- b. **No mérito**, alegou que:
- c. não operou com cometimentos operacionais passados diretamente na ponta do financiador (FACEB) nunca tendo sido a fundação sua cliente;
- d. em todas as operações em que intermediou por conta de comitentes de outras corretoras, tais comitentes lhe eram desconhecidos, por serem as operações realizadas em nome das outras corretoras;
- e. a contraparte das operações em que figuravam a Norsul e os seus clientes lhe era indeterminada;
- f. as operações da FACEB de lançamento de opções e de compra dos papéis subjacentes no mercado à vista, conhecidas no mercado como operações de financiamento, gozavam de um suporte legal e regulamentar de aceitação, sob as condições formais estabelecidas;
- g. a BVRJ vinha regularizando e fiscalizando a abertura de série de opções e a sua precificação (Circular SUPGE 067/99, de 14.07.99), estando as ofertas de opções analisadas dentro dos parâmetros por ela estabelecidos;
- h. os tipos ilícitos levantados pela acusação, por não guardarem correlação com os elementos formais das operações em análise, mas sim com a motivação das partes nelas envolvidas, não eram passíveis de fiscalização pela defendente;
- i. não tinha qualquer ingerência nas decisões de investimento de seus clientes, nem os contactou para promover a oferta de opções cujo lançador era a FACEB;
- j. ao contrário do que a Comissão de Inquérito entende, não é possível supor como formada uma coletividade associada apenas por razão de alguns de seus membros partilharem relações de parentesco, de amizade ou profissionais, uma vez que cada tipo de relacionamento evidenciado na acusação tem seu campo gravitacional próprio de interesses, não comunicantes;
- k. na operação em que a defendente figurou como comitente de opções, acabou realizando prejuízo (fls. 3159, OE 34), restando evidente a inexistência de lucro pré-determinado como requisito para a participação na mesma;
- l. no PAS CVM 04/2000, em que a defendente figurava como acusada e cujo objeto material eram também operações de financiamento, foi absolvida pelo Colegiado da CVM por não haver qualquer prova de seu envolvimento na estruturação das operações, tal como ocorre no presente processo; e
- m. no Direito Punitivo (Penal e Administrativo), a responsabilização em sede de fato de terceiro, configurada na acusação à defendente (intermediadora das operações analisadas), não é admitida, pois a pretensão punitiva deve estar fundamentada exclusivamente na imputabilidade do fato típico à pessoa de seu autor.

105. **David Bensusan**, Diretor de Bolsa da Norsul e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 12, 13 e 33), apresentou defesa (fls. 5028/5061), cujo conteúdo se encontra abaixo:

- a. **Preliminarmente**, sustenta estar prescrita a pretensão punitiva da CVM, uma vez que as operações de

aquisição de opções em que teve lucro em março de 1999 (fls. 3170) e em outubro de 1999 (fls. 3171), bem como na que teve prejuízo em maio de 1999 (fls. 3159), ocorreram há mais de cinco anos do ato inaugural praticado em 01.04.05 (fls. 01);

- b. **No mérito**, afirma que:
- c. o termo acusatório construiu uma irrazoável teoria acusatória de inter-relacionamento entre o defendente, na qualidade de Diretor de Bolsa da Corretora Norsul e clientes seus, cuja relação nada tem de pessoal, mas apenas se restringe ao caráter funcional;
- d. a constatação de que houve operações em que o defendente e a Norsul obtiveram prejuízo atinge a assertativa formulada no termo acusatório de que os lucros dos investidores eram de antemão definidos;
- e. o contato entre a Norsul e as outras corretoras voltava-se para a execução das operações, no ambiente bursátil, quando já decididas;
- f. o referencial para a evolução do preço das opções analisadas, qual seja, a evolução do preço das respectivas ações no mercado à vista, independia da vontade do financiador (no caso a FACEB);
- g. nem o defendente nem a Norsul tinham conhecimento de quem era a contraparte das operações em análise, tendo em vista que não lhes era dado sabê-lo, por restrições legais e regulamentares (sigilo quanto a clientes e suas operações), ou por impraticabilidade documental (a identificação só se fazia por números – código, genéricos, no momento das operações, e específicos, ao fim do dia, mas sem identificação da parte) e por razões comerciais (não "abertura" de nome de clientela);
- h. a pretensão de que uma corretora teria a obrigação de recusar operações na Bolsa da qual era membro, por haver outra com maior liquidez, seria um abuso de poder de polícia da Autoridade, uma vez que as ordens para as operações provinham de seus clientes e de outras corretoras, cabendo à Norsul executá-las de acordo; e
- i. as operações em tela tinham toda a aparência de licitude, não estando disponível à Norsul os meios necessários para realizar a fiscalização exigida pelo termo acusatório.

106. **Eduardo Nogueira Gomes Pereira**, cliente da Norsul e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 33), apresentou defesa (fls. 3599/3600), alegando que:

- a. nunca operou com a empresa Gamex ou por intermédio dela;
- b. as opções que adquiriu foram no valor de R\$1.080,00, o que não poderia interferir na formação de preço;
- c. o próprio espaço de tempo entre as operações descaracterizaria qualquer ilicitude – a aquisição se deu em 01.10.99 e a alienação em 26.11.99; e
- d. sequer tinha conhecimento da instituição FACEB.

107. **Martha da Silva Vidal**, contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 33), e **César Luiz Lima Vidal**, responsável pela operação realizada em nome de sua esposa e contraparte da FACEB em operação do Grupo 2 (OE 43), apresentaram conjuntamente defesa (fls. 4167/4178), dispondo o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, afirmam que:
- b. devido ao longo tempo decorrido desde a realização das operações que lhes são atribuídas, os defendentes não têm condições de realizar qualquer conferência quanto às mesmas por não mais possuírem a documentação a elas relativas; e
- c. a pretensão punitiva da CVM está prescrita, já que as operações objeto do Inquérito ocorreram em 27.05.99 e 01/11/99 e o PAS foi instaurado em 01/04/05, há mais de 5 anos;
- d. **No mérito**, consideram ser surpreendentes as conclusões da Comissão de Inquérito, vez que, como o próprio acusado sofreu prejuízo em decorrência da perda do prêmio pago no valor de R\$1.650,00, não poderia ser acusado de ter operado em conluio com terceiros para causar perdas à FACEB.
- e. Ademais, alegam que:
- f. com duas operações apenas, não seria possível criar condições artificiais de oferta e preço, já que esta se dá

por uma série de operações, nunca por uma única operação;

- g. não procede a acusação de realização de operações fraudulentas por acordo prévio, vez que os acusados só vieram a saber quem era a contraparte nas operações em questão quando do recebimento da intimação;
- h. além disso, nenhum administrador ou funcionário da FACEB declarou conhecer os acusados; e
- i. ao contrário da conclusão chegada pelo termo acusatório, a FACEB não ficou em posição de inferioridade nas operações analisadas, dado que a fundação possui corpo técnico capacitado voltado para o mercado de ações.

108. **Guilherme Simões de Moraes**, cliente da Norsul e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 01, 18, 35, 41, 42 e 46), apresentou defesa (fls. 4192/4198), sustentando o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, conforme provam as Notas de Corretagem anexadas, o defendente sustenta que deveria ser extinto o processo em relação a ele, dado que operava somente por intermédio da São Paulo Corretora e sem relação direta com a Norsul ou qualquer outro indiciado, configurando assim a sua ilegitimidade passiva;
- b. **No mérito**, o defendente afirma que:
- c. todas as operações interpraças nas quais teve participação, sempre através da São Paulo Corretora, foram realizadas em Bolsa de Valores, logo, sujeitas a constante fiscalização e com exigência de leilão;
- d. não sabia quem era a contraparte nas operações de que participou, vez que todas as operações eram feitas por intermédio da São Paulo Corretora e a identidade da outra parte é protegida por sigilo bancário;
- e. *"Com relação à compra e venda interpraças da Acesita, esta foi efetuada no mesmo dia. Entretanto, surgiu um financiador do Rio de Janeiro interessado em financiar 500 milhões de opções da Acesita. Contudo na hora da efetivação da venda à vista para o Rio de Janeiro, foi informado ao Indiciado que só havia vendedor de 100.000 opções."*; e
- f. não há provas de que houve conhecimento de informações privilegiadas ou de que o acusado tenha participado das operações narradas no processo, até porque se tivesse conhecimento do suposto favorecimento teria investido o máximo possível nessas operações.

109. **Jane Dantas Faria**, ex-funcionária da Norsul e comitente em operação de venda de opções realizada pela FACEB (OE 12 e 13), apresentou defesa (fls. 4298/4307 e 4542), cujo conteúdo vem adiante:

- a. **Preliminarmente**, alega que ocorreu a prescrição, já que a operação investigada foi realizada em março de 1999 e o ato inequívoco praticado somente em 01.04.05 com a instauração do processo;
- b. **Quanto ao mérito**, sustenta que:
- c. não tinha qualquer vínculo com a FACEB ou conhecimento de que a fundação era contraparte das operações da qual participou, não estando quaisquer dessas conclusões da Comissão de Inquérito provadas nos autos;
- d. quanto à aquisição das opções da Eletropaulo, teve como resultado lucro não por qualquer manobra sua, mas sim pelo fato de o papel ter tido uma evolução favorável no mercado;
- e. a acusação de criação de condições artificiais de preço, demanda ou oferta, em que se integra a defendente a um grande número de pessoas com as mais variadas situações e circunstâncias, atinge as raias da irrazoabilidade e da desproporcionalidade, sendo irreal a pretensão de que, apenas com uma operação, a defendente tivesse poder para criar condições artificiais de preço das referidas opções; e
- f. no termo acusatório não resta comprovada a atuação dolosa (ou mesmo culposa) da defendente na gênese dos fatos supostamente reprováveis, inexistindo uma individualização de sua conduta, em desrespeito ao art. 3º da Deliberação CVM 457/02², com as alterações nela inseridas pela Deliberação 504/06.

110. **José Maria Bezerra da Silva**, profissional de mercado da Norsul e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 01, 12, 13, 18, 33, 41 e 46) apresentou defesa (fls. 4311/4335), sustentando que:

- a. as operações que titularizou apontadas no processo foram realizadas via Norsul, não cabendo a essa, porém, a administração de seus recursos em bolsa de valores (aplicava no mercado de capitais segundo critérios próprios);

- b. reportava-se à diretoria da Norsul tão-somente quanto à prestação de serviços, que não tinham qualquer relação com o cargo de assessor de negócios bursáteis da corretora, conforme consta no termo acusatório (§ 65), ou com a administração de seus recursos;
- c. o conhecimento de que a FACEB era a contraparte das operações evidenciadas não era acessível ao defendente;
- d. não há qualquer prova de que o defendente teve ingerência na gênese das ofertas de opções da qual titularizou como comitente, conhecendo apenas as ofertas quando estas já estavam dispostas no mercado;
- e. se a estruturação das operações pareceu errada à Comissão de Inquérito, não pode o defendente por ela responder objetivamente ou por ato de terceiros, uma vez que o Direito Penal Administrativo não admite a responsabilização objetiva do agente; e
- f. a acusação integra o defendente no pólo subjetivo de três ilícitos conceituáveis como infração grave, sem determinar que aspecto de sua conduta individual se enquadra à prática desses ilícitos, o que configura uma violação frontal ao seu direito à ampla defesa.

111. **Francisco Ribeiro de Magalhães Filho e João Carlos de Almeida Gaspar**, clientes da Norsul e contrapartes da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 01, 12, 13, 18, 35, 41 e 47) apresentaram defesa (fls. 4862/4928), sustentando os argumentos abaixo expostos:

- a. **Em caráter preliminar**, acreditam restar prescrita a pretensão punitiva da CVM, nos termos do art. 1º da Lei 9873/99, tendo em vista que as operações das quais participaram ocorreram nos anos de 1999 e 2000 e a intimação só se operou em 2006, sendo este o único ato inequívoco de apuração do inquérito;
- b. de acordo com o art. 2º da Lei 9874/99, é direito dos acusados a apresentação de alegações prévias (ou defesa prévia), razão pela qual as apresentam com a presente defesa, protestando também pelo direito de apresentar alegações finais;
- c. tendo em vista sua função fiscalizatória, podendo cancelar as operações desconformes com as suas normas, deve a BVRJ ser chamada ao processo, em razão de estarem presentes os elementos para a formação de litisconsórcio necessário, conforme previsto no art. 47 do CPC; e
- d. a Comissão de Inquérito afronta direitos constitucionais dos acusados por não fazer imputações objetivas e fundamentadas;
- e. **No mérito**, os defendentes sustentam que:
- f. todas as operações analisadas pela Comissão de Inquérito foram realizadas em consonância com as normas emanadas pela CVM e pela BVRJ, conforme comprova a correspondência encaminhada por esta àquela (fls. 4929/4932), relativa ao IA CVM 23/00, na qual são partes os acusados e cujo objeto trata de operações idênticas àquelas objeto deste inquérito;
- g. como não tinham conhecimento sobre os motivos da oferta da FACEB, a capacidade ou não dos representantes da fundação ou das corretoras e os procedimentos adotados por estas, não podem os acusados ser responsabilizados por atos praticados por terceiros;
- h. em virtude da falta de responsabilização subjetiva, não tendo sido mostrado no processo a participação ou o conhecimento dos defendentes acerca dos atos tidos como irregulares, devem ser excluídos do processo;
- i. em atendimento à Teoria da Causalidade Adequada, segundo a qual acha-se em culpa aquele que teve, não a última chance, mas sim a melhor oportunidade para evitar o dano e não o fez, não caberia a responsabilização dos acusados, pois era dever da BVRJ zelar pela regularidade das operações realizadas em sua praça (Princípio da Autotutela); e
- j. em sua defesa, foi anexado o Parecer Técnico elaborado por Luiz de Figueiredo Forbes (fls. 4983/5004) que conclui ser errada a utilização do método de Black & Scholes para a precificação de opções americanas como as do presente caso, uma vez que referido modelo, para bem funcionar, pressupõe que as opções sejam do tipo européias, ou seja, de exercício possível apenas em seus respectivos vencimentos.

112. **Newton Leite Magalhães**, cliente da Norsul e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 33), apresentou as seguintes razões de defesa (fls. 5006/5026):

- a. **Preliminarmente**, alega que transcorreu o prazo prescricional de cinco anos da pretensão punitiva da CVM, nos termos do art. 1º da Lei 9873/99, contados da data da última operação considerada ilícita (ocorrida em 1999), até a lavratura do respectivo inquérito administrativo (2005) ou até a intimação do defendente (2006);
- b. ocorreu violação ao direito à ampla defesa tendo em vista que o defendente tomou conhecimento do presente processo administrativo somente um ano após a sua lavratura em 01.04.05;
- c. **No mérito**, afirma que:
- d. o defendente era tão-somente um cliente da corretora Norsul (fls. 3145, item 62), não tendo acesso às operações dos clientes da corretora, assim como esses não tinham acesso às suas operações;
- e. não houve manipulação do preço ou prática não-equitativa, mas sim quebra dos deveres fiduciários dos administradores da fundação; e
- f. não há evidência fática nos autos do inquérito *in foco* de prova suficiente de manipulação de preços ou de prática não-equitativa pelo defendente, restando prejudicada a presunção de dolo do mesmo nas operações em tela.

113. **Eládio Gonzalez Vazquez**, cliente da Norsul com assento à mesa de operações e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 33), apresentou defesa (fls. 5149/5164), expondo o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, acredita que a pretensão punitiva da CVM resta prescrita, tendo em vista o prazo de mais de cinco anos transcorrido entre a inauguração do inquérito administrativo (01.04.05) e as operações de aquisição de opções em que o defendente foi parte (outubro de 1999 – fls. 3171 e março de 2000 – fls. 3159);
- b. **No mérito**, argumenta que:
- c. a conclusão da Comissão de Inquérito de que as operações teriam sido previamente estruturadas com o intuito de proporcionar ganhos aos comitentes das opções não subsiste, pois o defendente teve tanto lucro como prejuízo; e
- d. faltou à Comissão de Inquérito aportar provas de que o defendente participou conscientemente (com dolo) da dita associação para a consecução de prática ilícita.

114. **Marcelo José Konte**, ex-funcionário da Norsul com assento à mesa de operações e contraparte da FACEB em operação de venda de opções (OE 12/13), apresentou defesa (fls. 5199/5212), em que alega:

- a. **Preliminarmente**, alega estar a pretensão punitiva da CVM prescrita, em razão do prazo de mais de cinco anos transcorrido entre a inauguração do inquérito administrativo (01.04.05) e as operações em que foi parte (março de 1999 – fls. 3170 e 3159);
- b. **No mérito**, sustenta que:
- c. a operação de 22.03.00 resultou em prejuízo para o defendente; e
- d. o que, no entender da Comissão, supostamente comprometeria a gênese das operações era, na realidade, suposição de vício que não contaminaria necessariamente a vontade dos partícipes investidores.

115. **Alexandre Dias Salles**, operador de mesa da Norsul e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 33), apresentou defesa (fls. 5276/5284), sustentando os fatos expostos abaixo:

- a. **Preliminarmente**, alega a prescrição da pretensão punitiva da CVM, pois o ato inequívoco que importou na apuração do fato teria ocorrido em 01.04.05 e a operação investigada em outubro de 1999 (fls. 3171);
- b. **No mérito**, aludiu que não poderia ter agido em conluio com outros investidores, porque jamais conheceu nenhum deles;
- c. somente a obtenção de lucro foi provada, mas não os ilícitos, sendo que as acusações foram formuladas com base em afirmativas genéricas, o que representa um cerceamento ao direito de defesa; e
- d. realizou apenas uma operação, de modo que não poderia ter contribuído para o direcionamento de operações.

116. **Francisco Henrique de Siqueira Carvalho de Araújo**, sócio da Norsul com assento à mesa de operações e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 12, 13 e 33), apresentou defesa (fls.

5287/5299), em que alega:

- a. **Preliminarmente**, invoca a prescrição da pretensão punitiva, vez que o ato inequívoco que importou na apuração do fato teria sido praticado em 01.04.05 (fls. 01) e as operações apuradas datam de março e outubro de 1999 (fls. 3170/3171);
- b. **No mérito**, alude que não haveria prova, nos autos, de participação consciente e voluntária em conduta reprimível; e
- c. a aquisição de opções teria se dado apenas em razão de seu bom preço, não se importando o defendente em saber quem seria a contraparte, o que caracterizaria atuação seguindo os preceitos da boa-fé subjetiva e objetiva.

117. **Fábio Deslandes**, ex-funcionário da Norsul e que permanecia à mesa de operações e contraparte da FACEB em operação de venda de opções (OE 12 e 13), apresentou defesa (fls. 5503/5516), em que alega:

- a. **Preliminarmente**, sustenta que a pretensão punitiva da CVM encontra-se prescrita, pois a operação em que o defendente foi parte teve início em 23.03.99 e término em 06.04.99, enquanto a instauração do inquérito administrativo resultante no presente processo ocorreu em 01.04.05; e
- b. **No mérito**, defende estar a operação analisada dentro dos parâmetros formais então exigidos, não sendo demonstrada nos autos qualquer atuação ou culpa concreta do suplicante passível de apenamento.

118. **Fernando Soares de Moura Lins**, cliente da Norsul com assento à mesa de operações e vendedor em operação de recompra de opções realizadas pela FACEB (OE 46), apresentou defesa (fls. 5517/5550), dispondo o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, aponta a ocorrência de prescrição administrativa, em razão de as operações em que era parte datarem de 20.12.99, 11 e 28.02.00 e a instauração do inquérito administrativo datar de 06.04.05, ultrapassando o prazo quinquenal previsto;
- b. todos os atos anteriores ao Ofício CVM/SFI/GFE –7/Nº 07/05 de 06.04.05 não podem ser considerados atos interruptivos em relação às operações realizadas pelo defendente, pois, apesar de tratarem dos lançamentos da FACEB, não cuidaram expressamente das opções compradas e posteriormente revertidas por ele;
- c. **No mérito**, alega que:
- d. das três atuações indicadas pela Comissão de Inquérito como inerentes às operações estruturadas pela FACEB, o defendente tomou somente parte de uma delas, por ter sido contraparte da FACEB quando da reversão da opção por ele adquirida no mercado, não tendo sido contraparte no lançamento das opções nem no mercado à vista;
- e. em virtude dos rumores de que a CRT seria incorporada pela TCS (atual Brasil Telecom Participações S.A.) e da TCS ser a única companhia com suporte financeiro para a compra do controle acionário da CRT, o defendente adquiriu opções de compra de ações da Telepar, controladora da TCS, em dezembro de 1999;
- f. como a Anatel havia fixado fevereiro de 2000 como prazo para a alienação do controle da CRT, nada mais lógico que o defendente procurasse opções com vencimento em 2000;
- g. não houve qualquer irregularidade na formação do prêmio por parte do defendente, pois a decisão de reverter as opções foi da FACEB, que ofertava no mercado a reversão e fixava o valor do prêmio que decidia pagar, tendo o defendente tão-somente concordado com o valor estabelecido;
- h. a CVM, no julgamento do PAS nº 13/00 em 17.04.02, reconheceu que um simples vínculo não é suficiente para a comprovação da irregularidade da operação, ressaltando que, quando a acusação se refere a um profissional de mercado, com mais cautela deve ser analisado o vínculo existente;
- i. a realização de uma única operação de compra de opções não é, por si só, capaz de alterar as condições do mercado;
- j. quanto à ocorrência de operações fraudulentas, a acusação não merece prosperar tendo em vista que a FACEB, pessoa que teria sido mantida em erro por conta da atuação do defendente, foi quem decidiu pela realização das operações em tela; e

- k. quanto à acusação de ocorrência de prática não-equitativa, a mesma não se configura tendo em vista que foi a FACEB, e não o defendente, quem decidiu pelo lançamento das opções e pelo oferecimento da reversão, não tendo o defendente qualquer participação nessas decisões.

119. **Levi Abuleac**, cliente da Norsul e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 01, 18, 41 e 42) apresentou defesa (fls. 5639/5646), com os argumentos abaixo:

- a. **Preliminarmente**, sustenta que dentre as operações envolvendo o defendente (fls. 1857/1858), apenas duas, ocorridas em 05 e 17.04.00, não são alcançadas pela prescrição da punibilidade administrativa, uma vez que somente em 01.04.05 foi instaurado o inquérito administrativo que resultou no presente processo;
- b. **No mérito**, o defendente dispõe que não tinha condições de conhecer quem era a contraparte das operações em que era comitente; e
- c. as conseqüências da decisão de efetuar a reversão das opções não podem ser transferidas a outrem, especialmente a quem não é responsável pela definição do preço de lançamento.

120. **Carlos Alberto Oliveira Souza**, operador de pregão da Norsul, contraparte em operação de venda de opções realizada pela FACEB (OE 12 e 13) e vendedor dessas para o Serpros, apresentou defesa (fls. 3601/), alegando que:

- a. não tinha como saber que a contraparte vendedora era a FACEB e nem se havia alguma irregularidade na venda das opções, tendo atuado na operação em questão porque achou as condições atrativas; e
- b. jamais teve acesso a informações privilegiadas e desconhecia a existência de qualquer esquema que beneficiasse os compradores das opções.

121. **Mauro Sérgio Paixão da Silva**, operador de pregão da Norsul e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 33), não apresentou defesa, apesar de ter sido devidamente intimado por edital (fls. 5754).

Quanto à Walpires S/A CCTVM e ao cliente Lelis Alberto de Moura Nobre

122. A **Walpires S/A Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários**, corretora que executou ordens da FACEB recebidas diretamente ou repassadas pela Gamex, apresentou defesa (4251/4256), alegando que:

- a. não obstante o apontamento de irregularidades em operações realizadas em nome de Lelis Alberto de Moura Nobre, não se pode imputar à defendente qualquer irregularidade pelo simples fato de o ter tido como cliente, não implicando em qualquer irregularidade a simples intermediação de operações em nome e por conta de seu cliente;
- b. a defendente somente executava as operações relacionadas à Corretora Gamex, em obediência às ordens que lhe eram transmitidas;
- c. não há possibilidade de um operador ter conhecimento de quem está adquirindo ou vendendo na contraparte o lote de ações ou opções objeto da ordem de seu cliente; e
- d. para que a prática não-equitativa fique caracterizada, tal como os demais ilícitos previstos na Instrução CVM 08/79, há que ser constatada a ocorrência de dolo específico por parte do agente (induzir ou manter em erro terceiro por meio de ardil ou de artifício, de modo a auferir para si vantagem patrimonial), o que não se faz presente no caso concreto.

123. **Lelis Alberto de Moura Nobre**, contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 12, 13 e 41), por sua vez, alegou em sua defesa o seguinte (fls. 4336/4352):

- a. ao contrário do afirmado no termo acusatório (§§ 70 e 71), o defendente pertenceu aos quadros da Norsul como sócio e diretor apenas até 1995, conforme consta nas informações às fls. 3148, freqüentando a mesa de operações da corretora somente até essa época, sendo que os fatos analisados no caso em tela ocorreram entre 1999 e 2000;
- b. não era cliente da Norsul à época dos fatos analisados pela Comissão de Inquérito;
- c. não soube e nem poderia saber quem era(m) a(s) contraparte(s) das opções que adquiriu;
- d. não teve qualquer influência na formação, estratégia e condições das operações analisadas no caso concreto,

ou conhecimento das operações antes de sua oferta pública, não sendo provadas tais afirmativas no termo acusatório;

- e. ademais, de nada adiantaria ter conhecimento sobre a matéria decisória de pré-lançamento público das ofertas no mercado de opções, uma vez que o que interessava realmente, em matéria de lucratividade, era prognosticar se o mercado das ações subjacentes iria ter uma evolução favorável ou não;
- f. não há qualquer vinculação ou relacionamento operacional do defendente com outras pessoas ou corretoras envolvidas nas operações, ou com a FACEB;
- g. não era vinculado às corretoras que, à época dos fatos, participaram ativamente na montagem e minuciosa execução das operações; e
- h. nem o conhecimento que tinha de ex-sócios ou ex-funcionários, ou de outras pessoas quaisquer no mercado, pode absurdamente ser tido como estreito relacionamento.

Quanto à Novinvest e aos acusados a ela vinculados

124. A **Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda.**, intermediária de clientes que atuaram na contraparte da FACEB, cujas ordens foram repassadas para as corretoras Integral, Agenda ou Americainvest, e comitente em operação de venda de ações realizada pela FACEB (OE 16) e seu diretor **José Oswaldo Morales** apresentaram defesa (fls. 4506/4541), dispendo o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, sustentam a prescrição da pretensão punitiva da CVM, vez que as condutas tidas como ilícitas foram praticadas entre 1999 e 2001 e as acusações formuladas apenas em maio de 2006 com as intimações;
- b. **No mérito**, os defendentes afirmam que:
- c. mesmo com a constante fiscalização exercida pela CVM, não houve qualquer restrição durante o curso dos negócios tratados no presente processo;
- d. o dito conluio, envolvendo todos os que participaram das operações, apontado pela Comissão de Inquérito, não foi provado, mas apenas suposto com base em indícios frágeis, existindo ainda um relatório da CVM que comprova que, quanto às reversões de posições da série CFF de NET4, os clientes da Novinvest compraram juntos mas venderam em dias separados ou sequer venderam, tendo a sua posição "virado pó";
- e. ademais, se realmente houvesse um conluio, o prejuízo que muitos sofreram não ocorreria, já que as séries poderiam ser revendidas à FACEB, garantindo, assim, o lucro das operações;
- f. em nenhuma das operações analisadas neste PAS, a Novinvest figura como intermediadora de operações para a FACEB; e
- g. a constatação de que alguns clientes da Novinvest têm laços de amizade e relações societárias entre si são situações ordinárias que não podem, por si sós, fundamentar as acusações formuladas neste inquérito.

125. **Ricardo Siqueira Rodrigues**, gerente de mesa da Novinvest e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 15, 16 e 44), apresentou as seguintes razões de defesa (fls. 4459/4505):

- a. **Preliminarmente**, aludiu a prescrição da pretensão punitiva da CVM, tendo em vista que as condutas tidas como ilícitas foram praticadas entre 1999 e 2001 e as acusações formuladas apenas em maio de 2006 com as intimações, não tendo sido praticado nesse período nenhum ato inequívoco de interrupção;
- b. **No mérito**, afirma que:
- c. o dito conluio, apontado pela Comissão de Inquérito, não foi provado, mas apenas suposto com base em indícios frágeis;
- d. ademais, se o acusado tivesse perdido seus investimentos, não teria sido indiciado, o que constituiria injustiça, já que o comportamento do mercado é imprevisível;
- e. não pode ser responsabilizado pelo fato de a FACEB não ter seguido o modelo Black & Scholes, sendo ainda o "preço justo", considerado pela Comissão de Inquérito, resultado da utilização equivocada das variáveis presentes no modelo;

f. as relações interpessoais relatadas nos autos do PAS são normais e inevitáveis, dado serem as pessoas atuantes no mesmo ramo profissional; e

g. essas relações são insuficientes para fundamentar a acusação proposta no presente processo.

126. **Bernardo Pinto Ferreira**, agente autônomo de investimento da Novinvest e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 16), apresentou a seguinte defesa (fls. 5302/5343):

a. **Preliminarmente**, o defendente dispõe que:

b. a pretensão punitiva da CVM está prescrita, tendo em vista que as duas operações de que teria participado ocorreram em 20.12.99 e 26.01.00, enquanto que a portaria instituidora do PAS é de 01.04.05;

c. a acusação, por não ter individualizado as condutas mas apenas feito uma imputação geral, teria dificultado de sobremaneira a formulação da defesa, representando uma agressão ao Princípio Constitucional da Ampla Defesa; e

d. a CVM teria se equivocado ao incluir o nome do defendente no rol das pessoas indiciadas e depois ter enviado seu nome ao Ministério Público, pois a Lei nº 10.303/2001 entrou em vigência após a prática das condutas investigadas (fls. 3208/3210), não podendo norma mais gravosa retroagir;

e. **No mérito**, alega que:

f. a responsabilidade pela fixação do preço de compra ou venda das opções não era do defendente, que figurava apenas como agente autônomo de investimento;

g. as relações negociais entre os investidores, as corretoras e a FACEB não seriam suficientes para provar os objetivos que as pessoas tiveram ao realizar as operações;

h. se fizesse parte de algum esquema fraudador não teria aplicado recursos em algo que não lhe trouxesse lucro, como ocorreu na compra de opções do Grupo 2 que "virou pó"; e

i. não estariam presentes nos autos, os elementos comprovadores dos tipos acusatórios, quais sejam, os elementos fáticos e intencionais.

127. **Marcelo de Menezes Leitão**, cliente da Novinvest e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 16), apresentou a seguinte defesa (fls. 5400/5404):

a. **Preliminarmente**, acredita restar prescrita a pretensão punitiva, pelo fato de as operações ditas irregulares terem ocorrido em 26.01.00, enquanto que o processo só foi instaurado em 01.04.05;

b. **Quanto ao mérito**, sustenta que:

c. não participou de nenhuma operação previamente ajustada, sendo que em uma obteve lucro e em outra prejuízo;

d. as operações foram realizadas a preço de mercado, pelo que não poderiam levantar suspeitas quanto à sua correção; e

e. não há nos autos qualquer indicação de que tenha participado direta ou indiretamente da montagem das operações efetuadas pela FACEB.

128. **Bruno Grain de Oliveira Rodrigues**, cliente da Novinvest e contraparte em operação de venda de opções realizada pela FACEB (OE 16 e 44), apresentou a seguinte defesa (fls. 5464/5474):

a. **Preliminarmente**, alega a prescrição da pretensão punitiva da CVM, pois as operações que contaram com a participação do defendente são datadas de 09.12.99, 20.12.99 e 17.01.00 e o inquérito foi instaurado há mais de cinco anos após a última data;

b. **No mérito**, sustenta que:

c. adquiriu a ação objeto da operação em um leilão, o que afasta a possibilidade de ter havido formação artificial do preço, operação fraudulenta ou a ocorrência de práticas não eqüitativas;

d. não há prova de conluio fraudulento para adquirir as opções a um preço insignificante, sendo que o lucro

auferido decorreu do fato de ter ficado com os papéis por um período relativamente longo;

- e. o fato de ter adquirido os papéis por preço inferior ao considerado justo com base no modelo Black & Scholes não é suficiente para demonstrar o dolo, requisito essencial para a configuração das infrações; e
- f. o defendente sofreu prejuízos ao realizar operações do Grupo 2, o que mostra que não houve conluio.

129. **João Luiz Franco Ferreira**, agente autônomo de investimento da Novinvest e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 16), apresentou defesa (fls. 5623/5632), dispondo o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, sustenta que a pretensão punitiva da CVM encontra-se prescrita, tendo em vista que as três operações por ele realizadas (20.12.99, 13 e 26.01.00 – fls. 2632) ocorreram há mais de cinco anos do primeiro ato praticado no sentido de apurá-las, datado em 06.04.05 (Ofício/ CVM/SFI/GFE.7/Nº 07/2005);
- b. **No mérito**, alega que:
- c. efetuou duas operações que lhe deram prejuízo e uma lucro, tendo obtido um resultado financeiro pífio de R\$260,83, muito aquém dos lucros mirabolantes atribuídos às contrapartes da FACEB;
- d. resolveu aplicar nas opções porque como é agente autônomo e freqüenta o dia-a-dia do mercado ouviu à época que as referidas opções poderiam ser um bom investimento;
- e. quanto à criação de condições artificiais de mercado, os montantes investidos pelo defendente são incapazes de gerar qualquer distorção no mercado;
- f. quanto à acusação de prática não-equitativa, nas operações em tela, não poderia ter posto a FACEB em posição de inferioridade, pois desconhecia as diferentes metodologias utilizadas para a precificação de opções, não podendo, portanto, concluir que o preço ofertado não era justo; e
- g. a acusação de realização de operações fraudulentas, no que lhe tange, não merece prosperar, tendo em vista que as operações que fundamentam a acusação não geraram nenhuma vantagem ilícita.

130. **Carlos Eduardo Carneiro Lemos**, cliente da Novinvest e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 15, 16, 22, 23 e 44), apresentou defesa (fls. 5765/5785), dispondo o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, sustenta restar prescrita de pleno direito a ação punitiva da CVM, em decorrência dos atos ensejadores da acusação ao defendente terem ocorrido em 1999 e 2000;
- b. ainda quanto à prescrição, dispõe que somente poderão ser considerados atos inequívocos, aqueles revestidos de notoriedade e publicidade, o que, em sede de inquérito administrativo, traduz-se em conhecimento por parte do indiciado;
- c. alega também que a Comissão de Inquérito procurou se basear em indícios para chegar à conclusão de um conluio contra a FACEB, mas *"conforme entendimento reiterado desta CVM, não é qualquer indício que enseja condenação, mas a prova indiciária, quando representada por indícios graves, precisos e concordes que levem a uma conclusão robusta e fundamentada acerca do fato que se quer provar."* (Voto proferido por Norma Jonsen Parente, no PAS CVM 24/00);
- d. **No mérito**, sustenta que:
- e. se o mercado foi artificialmente alterado esse fato se deu através de leilões e pregões das bolsas, posto que nenhuma negociação foi efetuada fora dos padrões e dos locais legalmente instituídos para a realização dos negócios e nesse caso as bolsas também deveriam ser responsabilizadas;
- f. quanto ao método de Black & Scholes, este não é infalível, tendo o próprio Banco Central, através de seu Departamento de Estudos e Pesquisas, apresentado sistemática alternativa para a precificação de opções; e
- g. as declarações dos membros do comitê de investimento da FACEB, admitindo que agiram por sua própria responsabilidade e sem quaisquer interferências de terceiros, devem ser aceitas como verdadeiras.

131. **Antônio Melgaço de Lima**, operador de mesa da Novinvest e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 16), não apresentou defesa, apesar de ter sido devidamente intimado por edital (fls. 5790).

Quanto a Benedito Caeté Ferreira Filho, Frederico Lopez Junior e Luiz Fernando Sodre Imbuzeiro, que atuaram pelas corretoras Novinvest e Integral; Giorgio Virzi, que atuou pelas corretoras Novinvest, Integral e Americainvest; e Jayme Pereira Mello, que atuou pelas corretoras Novinvest e Americainvest

132. **Giorgio Virzi e Frederico Lopez Junior**, respectivamente agente autônomo e operador de mesa e contrapartes de opções ofertadas pela FACEB integrantes do Grupo 2, apresentaram conjuntamente defesa (fls. 4691/4696), alegando que não atuaram como prepostos ou representantes da Novinvest ou de qualquer outra instituição e tampouco praticaram atos de distribuição ou mediação de valores mobiliários para seus clientes, notadamente para a FACEB, com a qual jamais fizeram qualquer tipo de transação ou mantiveram contato.

133. **Benedito Caeté Ferreira Filho**, contraparte de opções ofertadas pela FACEB integrantes do Grupo 2, apresentou defesa (fls. 5455/5463), dispondo o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, alega a prescrição da ação punitiva, pois a única operação analisada neste PAS de que participou é datada de 13.01.00 e o inquérito foi instaurado mais de 5 anos após esta data;
- b. **No mérito**, sustenta que:
- c. a operação em tela foi regular, de pequena monta (R\$12.000,00) e sem qualquer relevância econômica;
- d. como as opções não foram exercidas, arcou com o prejuízo; e
- e. é um completo absurdo que alguém monte uma operação artificiosa e fraudulenta para sofrer prejuízos.

132. **Luiz Fernando Sodre Imbuzeiro**, contraparte de opções ofertadas pela FACEB integrantes do Grupo 2, apresentou defesa (fls. 3602/3605), alegando que:

- a. realizou operações cujo valor soma R\$5.000,00, montante incapaz de criar preços artificialmente ou gerar prejuízos à FACEB (segundo o Relatório da Comissão de Inquérito, o valor das operações foi de R\$8.000,00 – fls. 3157); e
- b. como não houve exercício, perdeu os R\$5.000,00 e se a FACEB era a contraparte recebeu essa quantia como prêmio das opções.

135. **Jayme Pereira Mello**, estagiário da Novinvest e contraparte de opções ofertadas pela FACEB integrantes do Grupo 2, apresentou defesa (fls. 5612/5622), dispondo o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, sustenta que a ação punitiva está prescrita, pois mais de cinco anos decorreram entre a data da única operação de que o defendente tomou parte (26.01.00) e a instauração do inquérito administrativo no âmbito da CVM (01.04.05);
- b. **No mérito**, aponta ser absolutamente contraditório afirmar que a transação isolada do defendente no valor de R\$3.200,00 integrou uma operação concertada, tendo em vista a sua irrelevância frente ao volume de operações analisado e o prejuízo que dela resultou para o defendente; e
- c. o fato de trabalhar na Novinvest é insuficiente para a caracterização dos tipos infracionais nos quais se pretende inserir a conduta do acusado.

Quanto à Agenda e aos acusados a ela ligados

136. A **Agenda CCVM Ltda. (atual Agenda Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.)**, intermediadora de ordens recebidas da FACEB, de clientes e da carteira própria que atuaram em contraparte à FACEB e de ordens recebidas em repasse da Novinvest que também atuaram em contraparte à FACEB, e seu diretor **Luiz Antonio Sales de Mello** apresentaram defesa (fls. 5365/5389), expondo o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, alegaram a prescrição da ação punitiva da CVM, já que os atos investigados datam de 1999 e 2000 e o ato inequívoco que importa apuração do fato teria ocorrido em 01.03.06 com a elaboração do Relatório da Comissão de Inquérito;
- b. **No mérito**, aludem que:
- c. a Comissão de Inquérito presume a culpa dos acusados, responsabilizando-os por fraudes, práticas não-equitativas e criação de condições artificiais de mercado, sem qualquer prova concreta;

- d. a Agenda apenas cumpria as políticas adotadas pela FACEB, sendo o modelo técnico adotado para a definição do preço justo de competência exclusiva da fundação;
- e. o fato de as operações terem sido realizadas na BVRJ não pode ser considerado indício de ilicitude;
- f. existe uma afirmação falsa, nos autos, acerca de um cliente da Agenda, vez que o Sr. José Carlos Dias não era funcionário da corretora, como afirmado, mas apenas um cliente, assim como o Sr. Gilberto da Silva Zalfa; e
- g. não há nos autos nada que aponte para a materialidade dos ilícitos em questão, ou a existência de dolo na conduta dos defendentes quanto às operações analisadas no processo.

137. **Gilberto da Silva Zalfa**, agente autônomo e contraparte de opções ofertadas pela FACEB integrantes do Grupo 2, apresentou defesa (fls. 3585/3596), dispondo o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, o defendente alega que:
- b. não está sujeito ao poder sancionador da CVM, nos moldes dos arts. 9º, inciso V³, e 11⁴ da Lei nº6385/76, restrito aos participantes do mercado, situação em que não se enquadra o defendente, posto que mero cliente de corretora;
- c. houve imputação de responsabilidade genérica, o que conduz a uma restrição ao direito de defesa;
- d. **No mérito**, alude que:
- e. receber uma operação da Novinvest como agente que possui relacionamento com dois aplicadores não constitui infração a menos que soubesse que a operação fazia parte de uma fraude; e
- f. nunca foi agente ou funcionário da corretora Agenda, sendo que essa afirmação foi feita pela Comissão de Inquérito a partir de um único depoimento em meio a outros 80 dos quais não se pôde extrair informação semelhante.

138. **José Carlos de Carvalho Dias**, cliente da Agenda e contraparte da FACEB em operações de aquisição, venda e revenda de ações e de opções (OE 15, 20, 22, 23, 24 e 25) apresentou defesa (fls. 3486/3488), alegando que:

- a. jamais manteve qualquer tipo de contato com alguém ligado à FACEB e sequer sabia de sua existência;
- b. durante os mais de vinte anos em que atuou no mercado, nunca participou de qualquer manipulação ou irregularidade;
- c. sempre atuou em mercados de risco até perder em 2000/2001 todos os recursos que possuía; e
- d. nem por isso pode responsabilizar os que operaram na contraparte de todas as operações que o fizeram perder tudo.

Quanto à Integral CTVM S/A e seu diretor Marcos Pizarro Mello Ourivio

139. A **Integral CTVM S/A**, que executou ordens recebidas da FACEB e de clientes da Novinvest, e seu diretor **Marcos Pizarro Mello Ourivio** apresentaram a seguinte defesa (fls. 4836/4852):

- a. **Preliminarmente**, dispõem que a pretensão punitiva da CVM se encontra prescrita, tendo em vista terem os fatos reputados ilícitos ocorrido em 13.01.00, há mais de cinco anos da constituição da Comissão de Inquérito;
- b. **No mérito**, apontam que:
- c. a Integral intermediou, sob as ordens da FACEB, apenas uma única operação (OE 2), através de leilão, que, ao contrário do que foi genericamente alegado, proporcionou mais rendimento à fundação do que se a mesma tivesse aplicado seus recursos em outra operação financeira corriqueira, não se constatando, portanto, qualquer prejuízo com a operação; e
- d. os defendentes não mantinham qualquer vínculo com as contrapartes na operação intermediada e em nenhum momento agiram com a intenção de causar danos à FACEB, nem tampouco com dolo para beneficiar as contrapartes.

Quanto à Americainvest e aos acusados vinculados à corretora

140. A **Americainvest CCTVM Ltda**, executora de ordens em contraparte à FACEB, e seu diretor **Luiz Kleber Hollinger da Silva** apresentaram defesa (fls. 3611/3612), alegando que:

- a. a FACEB foi cadastrada na Americainvest no dia 19.01.01, ou seja, após a ocorrência dos fatos pelos quais está sendo questionada pela CVM;
- b. o cliente Cássio Ribeiro Correa, foi cadastrado em 30.05.00, tendo realizado operações dentro dos parâmetros normais de cliente de pequeno porte;
- c. o cliente Carlos Eduardo Carneiro Lemos foi cadastrado em 31.03.99 e realizou diversas operações no mercado dentro do perfil de cliente atuante há vários anos; e
- d. as ordens executadas para a Novinvest, cujos clientes são protegidos por sigilo, são de responsabilidade daquela instituição.

141. **Cássio Ribeiro Correa**, adquirente de opções do Grupo 2, apresentou defesa (fls. 3608), cujo teor segue abaixo:

- a. *"Venho através desta, responder que a compra de 10.000 ACESITA CFF a R\$0,10 (volume financeiro de R\$1.000,00), que realizei no dia 13.01.2000 foi de minha inteira responsabilidade conforme resposta ao OFÍCIO/CVM/SFI/GFE.7/Nº 454/2005. Venho também afirmar que realizei a operação sem que soubesse a contra-parte tanto no dia da compra como no dia da venda e que me encontro a disposição dos Senhores para quaisquer esclarecimentos."*

Quanto à Gamex Securities (atual Millennium CCVM S/A) e seu diretor

142. A **Gamex Securities CCVM Ltda. S/A (atual Millennium CCVM S/A)**, que recebeu ordens da FACEB e as repassou para serem executadas pela Cinco, Walpires e Ágora apresentou defesa (fls. 4645/4669), alegando o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, a corretora dispôs que:
- b. com base na Teoria "*disregard*", segundo a qual não cabe a aplicação de penalidades administrativas a instituição financeira ou a companhia aberta por irregularidades praticadas antes da transferência do controle acionário, deve ser extinta a pretensão punitiva em relação à Gamex Securities, vez que a corretora teve seu tipo societário transformado em sociedade anônima em 30.01.00 e seu controle acionário alienado em 30.01.02;
- c. a pretensão punitiva da CVM se encontra prescrita, já que as operações de que participou ocorreram entre 06.04.99 e 04.04.00 e o primeiro fato que deu ciência ao acusado sobre a investigação data de 26.12.05;
- d. **No mérito**, afirma que a Gamex Securities repassou as mencionadas ordens para outras corretoras porque essa era sua única alternativa, vez que não possuía título para operar fora da Bolsa de Valores Regional, tendo atuado como mera intermediária; e
- e. a configuração das infrações da Instrução CVM nº 8/79 requer a prática de ação dolosa e exige a prova concreta por parte do agente fiscalizador, o que não ocorreu no presente caso.

143. **Gilson Araújo Junior**, diretor da Gamex Securities à época dos fatos analisados no processo, apresentou defesa (fls. 5594/5604), alegando:

- a. **Preliminarmente**, o defendente afirmou que:
- b. a autoridade acusadora não observou o direito à ampla defesa, previsto no art. 5º, inciso LV, da CF de 88 e nos §§ 2º e 4º do art. 9º da LCVM, pois o defendente não foi em tempo algum intimado a prestar depoimento, seja na condição de intimado ou de testemunha, com a Comissão de Inquérito formulando juízo sem abrir possibilidade de manifestação por parte dos investigados; e
- c. a pretensão punitiva da CVM encontra-se prescrita, tendo em vista o prazo de mais de cinco anos decorridos entre os supostos atos ilícitos que teriam sido cometidos nos anos de 1999 e 2000 e a formalização da acusação, datada em 15.05.06;
- d. **No mérito**, aludiu que:
- e. quanto à acusação de prática não-equitativa por parte do defendente, o dolo específico do agente, elemento

essencial para que se caracterize o tipo ilícito, não foi comprovado pela Comissão de Inquérito;

- f. quanto à acusação de operação fraudulenta, seu elemento caracterizador, qual seja a utilização dolosa de ardil ou artifício pelo agente para induzir terceiros ao erro, também não ficou demonstrada nos autos; e
- g. a acusação de criação de condições artificiais de demanda não merece prosperar, vez que, ao executar ordens de seus clientes, a corretora tem conhecimento apenas da corretora que atua na contraparte mas não de seu cliente.

Quanto à Cinco S/A Corretoras Associadas de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda. (atual Cruzeiro do Sul S/A Corretora de Valores) e seu diretor Luis Felipe Indio da Costa

144. A **Cinco S/A Corretoras Associadas de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda. (atual Cruzeiro do Sul S/A Corretora de Valores)**, que recebeu ordens da FACEB e as executou diretamente ou as repassou para serem executadas pela corretora Norsul e Quantia, executou ordens repassadas pela Gamex e adquiriu ações na BOVESPA e as revendeu à FACEB na BVRJ, e seu diretor **Luis Felipe Indio da Costa** apresentaram defesa (fls. 4551/4596), aludindo o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, alegam restar prescrita a pretensão punitiva da CVM com relação às OEs nº 04, 07, 12, 13, 18, 19, 31, 33, 36 e 46 pelo decurso de mais de 5 anos entre as operações e a constituição da Comissão responsável pela condução do Inquérito pela Portaria de 01.04.05;
- b. destarte, a produção de provas é instrumento básico do direito de defesa e exigir tal atividade tanto tempo após a prática dos atos analisados representa, primeiramente, uma agressão à regra de manutenção de documentos, contida no art. 12 da Instrução CVM nº 387, e, também, uma limitação indevida do direito de defesa;
- c. **No mérito**, defendem que:
- d. a corretora que não teve qualquer ingerência na decisão das operações realizadas pela FACEB que agiu com respaldo do comitê de investimento, não podendo ser acusada de conluio;
- e. a não caracterização de culpa concreta e individual significa equívoco da acusação, uma vez que não se admite a solidariedade entre a corretora que dá curso à ordem e o cliente que toma suas próprias decisões de investimento;
- f. nas operações das quais os defendentes participaram tendo a FACEB como contraparte, ora ela ganhou com a valorização das ações, ora perdeu com a sua desvalorização, sendo que neste caso não é correto considerar prejuízo se o papel continuou em carteira;
- g. quando a Cinco foi contraparte da FACEB no mercado à vista, esta não teve prejuízo, pois os preços praticados foram próximos com a finalidade de ressarcir despesas;
- h. como o financiado assume o maior risco, é natural também que tenha um retorno maior; e
- i. a Cinco não operou para qualquer contraparte da FACEB, tendo executado apenas ordens emitidas pela fundação.

Quanto à Prosper S/A CVC e aos acusados ligados à corretora

145. A **Prosper S/A Corretora de Valores e Câmbio**, executora de ordens em contraparte à FACEB para pessoas ligadas à corretora, **Banco Prosper S/A**, contraparte da FACEB em operações de compra, venda e revenda de ações e opções, **Larry Pereira Martins**, diretor do Banco Prosper, **Lavinia Ferraiuolo de Oliveira Costa**, **Marcelo Moses Boscoli**, **Roberto Vieira da Silva de Oliveira Costa**, **Gilson Pereira Vieira da Silva**, parentes de Marcelo Vieira da Silva de Oliveira Costa e comitentes de opções ofertadas pela FACEB, **Marcelo Ferreira Martins Costa**, ex-funcionário e cliente da Prosper e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções, **Marcelo Vieira da Silva de Oliveira Costa**, diretor de bolsa e comitente de opções ofertadas pela FACEB, e **Mário Cesar Nassif da Fonseca**, cliente da Prosper e contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções, apresentaram defesa conjunta (fls. 4234/4250), cujo conteúdo segue abaixo:

- a. **Preliminarmente**, os defendentes afirmam:
- b. restar prescrita a ação punitiva da CVM, em virtude de ter decorrido o prazo de cinco anos entre as datas das operações analisadas e a data da instauração do inquérito; e

- c. serem inimputáveis a Prosper S/A Corretora e o Banco Prosper S/A, pois, como pessoas jurídicas, não poderiam ter agido com dolo, elemento essencial à caracterização dos tipos penais citados;
- d. **No mérito**, aludem que:
- e. a constatação do vínculo de parentesco, sem a apresentação de prova específica, inutiliza totalmente o argumento, razão pela qual deveriam ser retirados dos autos os nomes de Gilson Pereira Vieira da Silva, Lavínia Ferraiuolo de Oliveira Costa, Marcelo Moses Boscoli, Marcelo Vieira da Silva de Oliveira Costa e Roberto Vieira da Silva de Oliveira Costa, vez que não haveria qualquer vínculo de subjetividade com os fatos apurados; e
- f. cabia também à acusação demonstrar que os defendentes teriam se mancomunado com os administradores da FACEB ou outras corretoras para realizar as condutas descritas nos tipos que lhe foram imputados – elemento objetivo -, bem como que teriam agido com dolo – elemento subjetivo.

146. **Franklin Delano Lehner**, contraparte em operações de venda de ações e de aquisição e revenda de opções da FACEB (OE 46), apresentou defesa (fls. 4547/4548), alegando que o lucro auferido, em termos absolutos, foi o menor dentre os casos analisados pela CVM neste PAS. Além disso, as compras e vendas de opções com lucro foram feitas após verificar a oscilação anormal do ativo.

147. **Anna Regina Cruz Lehner**, ex-esposa de Franklin e adquirente de ações da FACEB (OE 46), apresentou defesa (fls. 4549), alegando que a operação não foi plenamente estudada pela CVM, já que o preço de venda não consta dos autos, preço que foi igual ao de compra, pelo que a defendente incorreu apenas em despesas, não tendo obtido qualquer lucro.

Quanto à Ágora CTVM Ltda. e seu diretor Roberto Campos Rocha

148. A **Ágora CTVM Ltda.**, que executou ordens recebidas diretamente da FACEB e repassadas pela Gamex, e seu diretor **Roberto Campos Rocha** apresentaram defesa (fls. 5418/5454), cujos argumentos estão resumidos abaixo:

- a. **Preliminarmente**, alegam os defendentes:
- b. a prescrição da pretensão punitiva, pois as operações investigadas ocorreram em 27.04.99 e 28.04.99 (esta última revertida em 11 e 12.05.99), e a abertura deste PAS foi proposta em 15.12.04; e
- c. a violação ao princípio da ampla defesa, dada a dificuldade de se encontrar documentos referentes a operações datadas de mais de cinco anos atrás;
- d. **No mérito**, alegam que:
- e. apenas cumpriam as ordens recebidas da FACEB;
- f. não ficou demonstrada a culpa consciente ou o dolo específico, requisitos essenciais à caracterização dos ilícitos;
- g. o fato de que nem todas as operações intermediadas pelos defendentes geraram lucros reforça a aparência de lisura delas, afastando qualquer suspeita de irregularidade; e
- h. o método de *Black & Scholes* não pode ser imposto como modelo para precificar ativos no mercado em detrimento de outros, vez que utiliza certas variáveis subjetivas.

Quanto à Senior CCVF Ltda. (atual Senior Assessoria e Consultoria S/A) e seu diretor Edgar da Silva Ramos

149. A **Senior CCVF Ltda. (atual Senior Assessoria e Consultoria S/A)**, que recebeu ordens da FACEB e as repassou para que fossem executadas pela Equipe, e seu diretor **Edgar da Silva Ramos** apresentaram defesa (fls. 5647/5688), alegando o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, alegam:
- b. a prescrição da pretensão punitiva da CVM, uma vez que decorreram mais de cinco anos entre as operações em que a defendente atuou (30.06.99, 20.01.00 e 11.01.00) e a instauração do inquérito administrativo (01.04.05); e
- c. violação do direito à ampla defesa, dada a dificuldade de se encontrar documentos referentes a operações

datadas de mais de cinco anos atrás (art. 2º e 6º da Instrução CVM 220/94, então vigente, e art. 12 da Instrução CVM 387/03);

- d. **No mérito**, aludem que:
- e. a FACEB foi a única responsável pela decisão de efetuar as operações intermediadas pela defendente;
 - f. a CVM, no PAS nº 04/00, reconheceu não ser possível a responsabilização por operações irregulares quando não há, por parte da corretora, ingerência nas decisões de investimento;
 - g. a conclusão da acusação de que a FACEB teve prejuízo nas operações em que as opções "viraram pó", em virtude de, na data de seu vencimento, a cotação do papel estar abaixo da respectiva cotação na data de sua aquisição está eivada em erro, pois desconsidera o fato de que os papéis referentes às opções continuavam na carteira da fundação, podendo esta ofertá-los quando o mercado voltasse a subir;
 - h. a suposição de que *"se a Faceb tivesse optado por adquirir ações no mercado à vista e por vendê-las posteriormente, na data em que aconteceram as reversões, teria obtido rentabilidade consideravelmente superior"* não tem fundamento, pois a fundação não tinha meios de prever o comportamento do mercado após a reversão das opções; e
 - i. o entendimento doutrinário e jurisprudencial hoje dominante é no sentido de caracterizar como subjetiva a responsabilidade dos administradores de instituições financeiras (ou a elas equiparadas, como uma sociedade corretora).

Quanto à Quality Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. e aos acusados ligados à corretora

150. A **Quality, Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.**, que intermediou ordens de compra e venda de opções em contraparte à FACEB para a carteira própria e clientes (OE 31/32), e seu diretor **David Jesus Gil Fernandez** apresentaram defesa (fls. 5689/5704), alegando que:

- a. as operações com opções atribuídas à carteira própria da Quality (fls. 3071) não ocorreram, sendo a mesma na realidade apenas uma operação em nome de Gerson Rebane duplicada de forma errônea (também fls. 3071), conforme resta demonstrado ao se verificar a identidade de quantidade de opções negociadas, o valor financeiro, a data e a hora;
- b. o simples fato de a Quality ter atuado em contraparte à FACEB não configura nem mero indício de sua participação no esquema vislumbrado pela Comissão, vez que a ordem de venda nas operações descritas foi executada pela Multiplic Corretora de Valores Mobiliários S.A.;
- c. mesmo admitindo que as operações estruturadas analisadas correspondessem à prova de um suposto esquema, a Quality não poderia dele fazer parte pois estava além de seu poder a escolha da contraparte quando da venda das opções;
- d. um esquema pressupõe o conhecimento mútuo entre os seus participantes, o que não ficou provado em relação aos defendentes;
- e. nenhuma responsabilidade pode ser imputada à Quality em razão das operações realizadas pelos seus funcionários Sérgio Hidalgo e Gerson Rebane que não agiram no exercício de suas funções mas tão-somente como clientes; e
- f. na hipótese da responsabilização de David Fernandez se dever exclusivamente em função do cargo que ocupava, esse elemento é insuficiente para a caracterização do ilícito, tendo em vista a ausência de comprovação de dolo por parte do agente, pressuposto essencial do tipo.

151. **Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo**, ex-funcionário da Quality e que atuou mais pela Norsul em contraparte da FACEB em operações de aquisição e revenda de parte das opções (OE 31/32), apresentou defesa (fls. 4697/4736), cujo conteúdo segue abaixo:

- a. **Preliminarmente**, considerou:
- b. estar prescrita a ação punitiva da CVM, porquanto o inquérito administrativo foi instaurado em 01.04.05, mais de cinco anos após a realização dos negócios efetuadas pelo defendente em setembro e novembro de 1999, objeto da acusação; e

- c. que a Comissão de Inquérito inseriu como irregulares operações em que configuraram outras contrapartes que não a FACEB, que nada tem a ver com as acusações que lhe foram formuladas;
- d. **No mérito**, apontou que:
- e. a Comissão de Inquérito não demonstrou por meio de provas, ou mesmo de indícios, que o defendente ou a corretora (Quality) teve conhecimento prévio das intenções da FACEB de lançar as opções;
- f. não pode ser atribuída ao defendente a alegada falha da FACEB em adotar método diverso ao método de Black & Scholes ou responsabilidade por eventual falha de administração de sua carteira de investimentos;
- g. o modelo de Black & Scholes, usado para calcular o preço justo da opção, incorpora, entre uma série de variáveis, a estimativa de volatilidade futura do ativo objeto da opção, partindo da premissa de que a volatilidade é constante, algo irreal quando referente ao mercado de opções;
- h. em novembro de 1999, a FACEB, correndo o risco de exercício das opções, parece ter dado a ordem para a reversão, total ou parcial, de sua posição em opções PTIPPN-CBB, tendo em vista a alta no preço médio dessas ações, pretendendo valer-se desde logo dessa alta para vendê-las no mercado à vista;
- i. não pode ser aceito o argumento da acusação de que o prêmio pago pela FACEB na reversão de sua posição não apresentava base técnica, pois a alta das cotações no mercado à vista justificava plenamente a elevação das cotações do prêmio;
- j. o defendente é acusado de três infrações em razão de uma mesma conduta, sendo juridicamente impossível uma mesma conduta configurar ilícitos absolutamente diversos em seus elementos tipificadores;
- k. inexistente prática não-equitativa por parte do defendente, uma vez que o desequilíbrio ocorrido na relação entre o defendente e a FACEB é inerente às operações no mercado de opções quando o lançador das opções detém uma posição coberta e ocorre significativa alta das cotações no mercado à vista, ensejando a decisão de reversão de sua posição pelo lançador das opções;
- l. inexistente o ilícito de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, uma vez que ocorreram apenas duas operações entre o defendente e a FACEB, e em razão da inexistência de provas comprobatórias a respeito do elemento subjetivo do tipo – o dolo do agente; e
- m. inexistente prática de operações fraudulentas por parte do defendente, uma vez que: (i) os órgãos reguladores desse mercado, tidos como os prejudicados pelas operações "disfarçadas" segundo a Comissão de Inquérito (por ocultarem o verdadeiro motivo das operações), não tiveram qualquer perda demonstrada; e (ii) a decisão foi tomada exclusivamente pela FACEB, sem a participação do defendente.

152. **Gerson Scarciota Rebane**, operador de mesa da Quality e que atuou na contraparte à FACEB na revenda de opções (OE 31/32), apresentou defesa (fls. 4769/4804), alegando, além do já exposto na defesa de Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo, que trabalhava como operador de mesa da Quality, mas tomou a decisão de comprar e de vender as opções sem qualquer interferência de terceiros.

Quanto à Quantia CCTVM Ltda. e seu diretor Lauro Mendonça Gouvêa Filho

153. A **Quantia CCTVM Ltda.**, que executou ordens recebidas diretamente da FACEB (OE 34) e repassadas pela Cinco (OE 46), e seu diretor **Lauro Mendonça Gouvêa Filho** apresentaram defesa (fls. 4410/4458), expondo o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, sustentam se encontrar prescrita a pretensão punitiva, nos termos do art. 1º da Lei 9873/99, uma vez que se passaram cinco anos entre os fatos considerados irregulares (ocorridos entre dezembro de 1999 e março de 2000) e a notificação dos defendentes (ocorrida em maio de 2006);
- b. **No mérito**, sustentam:
- c. não restar demonstrado no processo a existência dos elementos caracterizadores das práticas ilícitas imputadas aos defendentes;
- d. não caber aos defendentes qualquer ingerência ou participação no sentido de lançar as opções em tela, fato este de exclusiva decisão por parte da FACEB; e
- e. no que diz respeito ao alegado direcionamento do lançamento das opções para a BVRJ – motivação para a

acusação de criação de condições artificiais de mercado – este vem a revelar-se de todo justificável, de vez que embora seu volume operacional fosse inferior ao da BOVESPA, aquela demonstrava-se mais ágil, quando da abertura de nova série de opções.

Quanto à Equipe S/A CV e seu diretor Guilherme Henrique Jorge O'Connor

154. A **Equipe S/A CV**, que executou ordens repassadas pela Senior, e seu diretor **Guilherme Henrique Jorge O'Connor** apresentaram defesa (fls. 5475/5502), apontando os argumentos dispostos abaixo:

- a. **Preliminarmente**, aludem estar a pretensão punitiva da CVM prescrita, uma vez que as operações intermediadas pela Equipe ocorreram em 10.12.99, 20.12.99 e 26.01.00 e o início das apurações que ensejaram o presente processo data de mais de cinco anos do acontecimento dos fatos (Portaria CVM/SGE/Nº 046 de 01.04.05);
- b. **No mérito**, sustentam que:
- c. a Equipe S/A CV apenas executou as ordens da Senior CCVF na BVRJ, não tendo como conhecer os comitentes finais pois se relacionava apenas com a corretora;
- d. os acusados não tinham qualquer poder decisório sobre a elaboração ou execução das operações realizadas pela FACEB;
- e. não é cabível a caracterização do ilícito de criação de condições artificiais de mercado frente à conduta dos defendentes, vez que atuaram imbuídos de boa-fé e porque, na criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a sinalização fictícia a respeito do valor de determinado valor mobiliário dirige-se ao mercado como um todo e não a apenas uma operação;
- f. com relação à realização de operações fraudulentas (Instrução CVM 08/99, alínea "c" do item II), não foi comprovada a utilização pelos defendentes de ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, elemento caracterizador e indissociável do tipo; e
- g. no tocante ao uso de práticas não-equitativas (Instrução CVM 08/79, alínea "d" do item II), também não logrou a Comissão de Inquérito demonstrar a ação consciente e o dolo específico dos defendentes de auferirem ganho ilícito em decorrência de sua atuação.

Quanto à Comercial S.A. CVC e aos acusados a ela vinculados

155. A **Comercial S.A. CVC (atual Comercial Asset Management Administração de Recursos S/A)**, que recebeu ordens de pessoas a ela ligadas e foram executadas pela Norsul em contraparte à FACEB, e seu diretor **Luiz Fernando Monteiro de Gouvêa** apresentaram defesa (fls. 4378/4391), alegando que:

- a. a responsabilidade dos acusados se limita à recepção de duas operações de pequeno valor que foram repassadas para execução à Norsul sem que a Comissão de Inquérito tenha dito qual a sua participação nas operações estruturadas tidas como irregulares;
- b. neste caso, a responsabilidade é exclusivamente do cliente que a determinou, cabendo à corretora tão-somente executar a operação sem análise do mérito;
- c. não há nos autos nenhuma evidência de que os acusados tinham conhecimento das chamadas operações estruturadas, podendo, no máximo, trazer conseqüências para os comitentes que figuram nas referidas operações;
- d. nenhuma irregularidade existe na mera prática de operações no mercado de valores mobiliários por funcionários de corretoras (no caso, Caio Tácito Giordan da Silva e José Orlando Leite Cavalcanti), desde que sejam realizadas por intermédio da corretora à qual estejam vinculados (art. 15, § 1º, I, da Instrução CVM 387/02);
- e. a mera execução de ordens de pequena monta, sem qualquer indício de participação ou conhecimento pelos acusados das supostas vantagens ilícitas obtidas por seus comitentes, não pode configurar infração à corretora e a seu diretor; e
- f. ainda que se admitisse o cabimento de responsabilização dos defendentes por fato de terceiro, no caso os srs. Caio e José, é de se notar que tal forma de responsabilidade civil não se aplica ao processo administrativo punitivo.

156. **Caio Tácito Giordan da Silva** e **José Orlando Leite Cavalcanti**, respectivamente, agente autônomo de investimentos e operador de mesa da corretora e contrapartes da FACEB em operações de aquisição e revenda de opções (OE 33), apresentaram defesa conjunta (fls. 4145/4166), alegando que:

- a. a maior prova de que os acusados não agiram com informação privilegiada e que não tinham o conhecimento de que estavam negociando com a FACEB como contraparte é o valor investido de apenas R\$1.890,00 para cada um;
- b. se tivessem agido com informação privilegiada, seria lícito presumir que investissem valor muito maior, já que dispunham de recursos financeiros; e
- c. o investimento realizado espelha uma legítima especulação que procura obter ganhos em decorrência de expectativas ou de desequilíbrios naturais de oferta e de procura, sendo que os rendimentos auferidos reverteram integralmente em favor dos acusados.

Quanto à Sudameris CCVM S/A e ao seu diretor José Roberto Lorenzi

157. A **Sudameris Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.** (atual **ABN Amro Real Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários**) e **José Roberto Lorenzi**, que receberam ordens de Francisco Ribeiro Magalhães Filho e as repassaram para serem executadas pela Norsul (OE 33 e 47), apresentaram defesa (fls. 4273/4285 - v.21), alegando que:

- a. a corretora meramente repassou as ordens recebidas de Francisco Ribeiro à Norsul Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.;
- b. a posição dos defendentes como intermediadores de ordens repassadas à execução de uma corretora em outra praça e a impossibilidade de qualquer ingerência na determinação dos comitentes devem ser consideradas de forma a comprovar a boa-fé dos defendentes e afastar-lhes qualquer eventual punição; e
- c. não obtiveram qualquer vantagem com as operações em tela, além da corretagem.

Quanto à Exata CTVM S/A e ao seu diretor Antônio Carlos Reissmann

158. A **Exata S/A Corretora de Títulos e Valores Mobiliários** (atual **Exata 123 Participações S/A**), executora de ordens em nome de Anna Regina Cruz Lehner, e seu diretor **Antônio Carlos Reissmann** apresentaram defesa (fls. 5405/5415), dispondo o seguinte:

- a. **Preliminarmente**, alegam a prescrição da pretensão punitiva da CVM, pois a operação investigada ocorreu em 07.12.99 e o inquérito foi instaurado em 01.04.05;
- a. **No mérito**, aludem que:
- b. atuaram, exclusivamente, na intermediação de uma regular e rotineira operação de *day-trade* de uma cliente no mercado à vista;
- c. as operações foram realizadas a mercado, sem qualquer anormalidade quanto ao volume e preço, não despertando qualquer dúvida quanto à sua correção pelos acusados ou pelas bolsas de valores, razão pela qual não demonstravam qualquer indício de irregularidade; e
- d. os acusados não tinham conhecimento da contraparte nas operações tanto da compra quanto da venda.

Da apresentação de proposta de Termo de Compromisso

159. O acusado Fernando Soares de Moura Lins apresentou proposta para celebração de Termo de Compromisso (fls. 5792/5795), tendo a mesma sido rejeitada em reunião do Colegiado realizada em 03.07.07 (fls. 5853/5854), nos termos do Parecer do Comitê de Termo de Compromisso (fls. 5808/5851).

É o Relatório.

Notas:

1) Art. 48. As entidades fechadas deverão levantar balancetes ao final de cada trimestre, e balanço geral no último dia útil do ano.

Parágrafo único. O balanço e os balancetes deverão ser enviados ao Órgão Executivo do Ministério da Previdência e Assistência Social para exame e ao Banco Central do Brasil para fins estatísticos.

2) Art. 3º Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a Comissão de Inquérito deverá elaborar relatório, do qual deverão constar:

I – nome e qualificação dos acusados;

II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas;

III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; e

IV – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos.

3) "Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

(...)

V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;"

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 03/05

V O T O

Preliminares

De prescrição

1. A grande maioria dos indiciados alega a ocorrência de prescrição, tendo em vista que as investigações teriam sido iniciadas 5 anos após a realização das operações consideradas irregulares, seja com base na análise da área técnica que propôs a abertura de inquérito administrativo em 14.12.04, na Portaria de 01.04.05 que designou a Comissão de Inquérito responsável pela condução das investigações ou seja na intimação para a apresentação de defesa expedida em maio de 2006.

2. A Lei 9.873/99, de fato, estabeleceu o prazo de 5 anos para a Administração Pública Federal apurar eventuais irregularidades cometidas pelos administrados, conforme se verifica do art. 1º:

"Art. 1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia, objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado."

3. No presente caso, as operações com suspeitas de irregularidades só foram comunicadas à CVM pela Secretaria de Previdência Complementar - SPC em correspondência datada de 01.06.04, recebida pela Superintendência de Fiscalização da CVM em 04.06.04, sendo que o início dos trabalhos de investigação pela área de mercado deu-se em 03.08.04 com o envio de ofício à Bolsa de Valores do Rio de Janeiro – BVRJ solicitando a listagem dos negócios com ações e opções realizados em nome da FACEB e respectivas contrapartes.

4. Ora, de acordo com o art. 2º, inciso II, da lei acima citada, o prazo prescricional interrompe-se pela prática de qualquer ato inequívoco com a finalidade de apurar o fato, a saber:

"Art. 2º Interrompe-se a prescrição:

...

II – por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato;"

5. Diante disso, é inquestionável que as apurações no âmbito da CVM se deram com o envio do ofício à BVRJ em 03.08.04, data a partir do qual efetivamente começaram a ser analisadas as operações, constituindo-se em marco inicial para efeito da contagem do prazo prescricional.

6. Com base nesse entendimento, devem ser consideradas prescritas todas as operações realizadas há mais de 5 anos, ou seja, antes de 03.08.99, uma vez que, a meu ver, não há que se cogitar no caso de infração permanente ou continuada, dado que cada Operação Estruturada possuía características próprias e normalmente as partes eram distintas.

7. É oportuno esclarecer que a listagem com a identificação das contrapartes da FACEB era essencial para a elaboração da análise que resultou no pedido de abertura de inquérito administrativo em dezembro de 2004 e que a Lei 9.873 não exige que o ato inequívoco que interrompe o prazo prescricional seja revestido de publicidade, isto é, que o indiciado tome conhecimento do procedimento, fato que normalmente se dá com a intimação para a apresentação da defesa.

8. À vista disso, entendo que a pretensão punitiva da CVM restou prescrita em relação às Operações Estruturadas 4, 5, 7, 12, 13, 14, 18, 19, 20, 21, 36, 39, 41, 42, 43 e 49, todas realizadas antes de 03.08.99, devendo, em consequência, ser excluídos do processo os seguintes acusados que participaram apenas dessas operações: Ágora CTVM Ltda., atual Ágora Senior CTVM S/A e seu diretor Roberto Campos Rocha, Carlos Alberto Oliveira Souza, Fábio Deslandes, Gilson Pereira Vieira da Silva, Jane Dantas Faria, Lavínia Ferraiuolo de Olivera Costa, Lelis Alberto de Moura Nobre, Marcelo Moses Boscoli, Marcelo Vieira da Silva de Oliveira Costa e Roberto Vieira da Silva de Oliveira Costa.

De cerceamento à defesa

9. Os administradores da FACEB alegam cerceamento à ampla defesa por não terem tido a oportunidade de se manifestar antes da acusação e por terem tido dificuldade de acesso aos autos em razão de residirem no Distrito Federal.

10. Cabe esclarecer que o processo administrativo sancionador, antes da acusação, corre em sigilo, estando o acesso nesta fase limitado para os próprios investigados. Dessa forma, não há que se falar em prejuízo à defesa por falta de oportunidade de se manifestar, direito que foi assegurado no momento próprio, ou seja, na fase processual que se inicia com a intimação, quando deverão ser produzidas ou requeridas as respectivas provas.

11. Quanto à alegada dificuldade de acesso por serem domiciliados no Distrito Federal, cabe apenas esclarecer que, embora haja um certo prejuízo em razão da distância, nenhuma irregularidade foi cometida, já que os autos permaneceram na sede da CVM à disposição de todos os indiciados, como é de praxe, cabendo nesse caso a solicitação de cópia integral ou parcial do processo, cujo custo será sempre arcado pelas partes.

12. Vários indiciados alegaram prejuízo à defesa em razão do tempo decorrido entre a realização das operações e a formulação da acusação, superior ao prazo legal de 5 anos exigido para a manutenção dos respectivos documentos. Não se pode negar que o decurso do tempo se, por um lado, dificulta a formulação da defesa, por outro, também dificulta a apuração dos fatos pela CVM. Entretanto, considero que esse fato não é suficiente para determinar o arquivamento do processo.

13. Alegam, ainda, alguns acusados violação à ampla defesa pela não individualização da conduta dos indiciados na medida em que todos foram acusados pela prática das mesmas infrações por terem atuado na contraparte da FACEB ou na intermediação dos referidos negócios sem qualquer distinção. Ora, ainda que seja verdadeira a alegação, a basear-se pelo conteúdo das defesas apresentadas, não há como reconhecer qualquer prejuízo, tendo elas conseguido atingir plenamente seus objetivos. De qualquer forma, esse fato não será ignorado pelo voto.

14. Reclama-se, também, de cerceamento de defesa pelo fato de a acusação ter sido formulada com base em meros indícios sem a apresentação de prova dos ilícitos praticados. A respeito dessa questão cabe informar que a Comissão de Inquérito é livre para tirar suas conclusões sobre a culpabilidade ou não dos acusados com base nos elementos constantes dos autos, cabendo, contudo, ao julgador no mérito analisar se as provas são suficientes para ensejar a aplicação de pena.

15. Os indiciados Francisco Ribeiro de Magalhães Filho e João Carlos de Almeida Gaspar protestam pela apresentação de alegações finais, sob pena de prejuízo à defesa, por entenderem que a defesa, na verdade, equivaleria à defesa prévia prevista no Código de Processo Penal, aplicável subsidiariamente aos processos da CVM de cunho penal.

16. A propósito, cabe esclarecer que os processos sancionadores no âmbito da CVM são disciplinados pela Resolução CMN nº 454/77 e pela Deliberação CVM nº 457/02 que simplesmente não prevêem a possibilidade de alegações finais. Dessa forma, os acusados devem apresentar no prazo da defesa todas as alegações e toda a documentação em que se fundamentam, nada impedindo, contudo, dada a informalidade dos processos administrativos, que novas alegações sejam apresentadas até a sessão de julgamento. O que, entretanto, não se admite é formalmente abrir espaço para alegações finais, sem qualquer respaldo legal.

De duplicidade de apurações

17. Os administradores da FACEB alegam a ocorrência do *bis in idem*, pois a Secretaria de Previdência Complementar – SPC teria prosseguido nas mesmas apurações com fins punitivos, obrigando-os a se defenderem lá e na CVM. Embora as operações questionadas sejam as mesmas, nada impede que órgãos administrativos distintos penalizem a mesma conduta. Como, no caso, os bens jurídicos tutelados pela CVM, relativos à proteção dos investidores no mercado de valores mobiliários, são diferentes daqueles afetos à SPC, mais relacionados à gestão do patrimônio da fundação e à proteção dos seus beneficiários, entendo que cada instituição, em seu âmbito de atuação, pode instaurar processos administrativos próprios, razão pela qual a preliminar, a meu ver, não procede¹.

De ilegitimidade passiva

18. A alegação do acusado Guilherme Simões de Moraes se baseou no fato de ser cliente da São Paulo Corretora e não manter qualquer relação direta com a Corretora Norsul ou qualquer outro indiciado.

19. Ocorre que, embora o acusado, conforme comprovam as notas de corretagem, tenha atuado por intermédio da São Paulo Corretora e as ordens tenham sido executadas pela Norsul, o seu indiciamento se deu pelo fato de atuar na contraparte da FACEB, razão pela qual não existe nada de irregular em relação a esse fato.

De chamamento da BVRJ ao processo

20. A respeito da alegação de que a BVRJ deveria ser chamada ao processo por estarem presentes os elementos para formação do litisconsórcio necessário, entendo que essa regra prevista no Código de Processo Civil é aplicável em ações de responsabilidade civil, não encontrando a mesma receptividade nos processos administrativos sancionadores. No caso, a BVRJ e seus administradores só poderiam ser chamados ao processo, ou seja, indiciados pela Comissão de Inquérito, caso ficasse comprovada a prática por eles de eventuais irregularidades. Assim, o fato de irregularidades terem sido cometidas pelos participantes do mercado não significa que necessariamente tenham contado com a participação da bolsa responsável pela sua fiscalização, cabendo lembrar que a culpa em processo administrativo sancionador, em regra, se restringe à pessoa que praticou o ato, não alcançando atos de terceiros.

De incompetência da CVM

21. O indiciado Gilberto da Silva Zalfa afirma que a CVM não teria competência para aplicar-lhe penalidades, uma vez que, por ser mero cliente de corretora, não estaria contemplado nos artigos 9º, V, e 11 da Lei 6.385/76.

22. Ora, considerar que o cliente de corretora não estaria contemplado no inciso V do art. 9º da Lei 6.385/76, quando diz que a CVM pode apurar atos ilegais e práticas não-equitativas dos intermediários e demais participantes do mercado, é, sem dúvida, um grande equívoco. É inquestionável que o cliente de corretora está abrangido pela expressão "demais participantes do mercado", não sendo exigida para isso a existência de autorização para a prática profissional de "atos de mercado", conforme pretende a defesa.

De extinção da punibilidade por alienação de controle

23. A Gamex Corretora, atual Millennium Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S/A, requer a extinção da pretensão punitiva pelo fato de ter seu tipo societário transformado primeiramente em sociedade anônima e depois ter seu controle acionário alienado.

24. A respeito, esclareço que essas alterações sociais por si só não são suficientes para declarar a extinção automática da punibilidade da pessoa jurídica por ilícitos cometidos anteriormente, mesmo que o processo sancionador tenha sido instaurado posteriormente à mudança ocorrida, dependendo sempre do exame circunstancial de cada caso.

25. Embora os precedentes da CVM não sejam unívocos quanto ao tema², na maioria das vezes em que a questão foi enfrentada, prevaleceu o entendimento, com o qual estou de acordo, de que há extinção da punibilidade se o adquirente do controle não sabia (nem tinha como saber) dos atos irregulares ou se, sabendo, tomou medidas para saná-los.

26. Como, no caso, a alteração de controle antecedeu qualquer comunicação sobre os fatos investigados neste processo, e não há qualquer outro elemento que indique que o novo controlador soubesse do suposto ilícito, acolho a preliminar argüida.

De inimizabilidade de pessoas jurídicas em relação à Instrução CVM nº 8/79

27. A Corretora e o Banco Prosper solicitam que sejam considerados inimputáveis, sob a alegação de que as pessoas jurídicas não podem agir com dolo, requisito exigido à configuração das infrações a eles atribuídas no presente processo.

28. Não posso concordar com essa alegação, pois, ainda que determinados ilícitos só possam ser cometidos por pessoas naturais, no caso, nada impede que as pessoas jurídicas sejam passíveis de punição pelo fato de terem participado das operações consideradas irregulares, seja como intermediários, seja como comitentes.

Mérito

29. O relatório da Comissão de Inquérito destaca que:

"No tocante aos fatos apurados pela SPC, esta Autarquia constatou a existência de indícios de práticas ilegais relacionadas à realização de operações que teriam sido previamente estruturadas com o objetivo de proporcionar ganhos para suas contrapartes, consoante a Análise CVM/GMN nº 040/04." (fl. 3126)

30. Segundo o documento, a FACEB usava o mercado de renda variável para efetuar operações de renda fixa de modo que os ganhos que seriam obtidos no mercado à vista eram transferidos para terceiros por meio de prêmios recebidos nos lançamentos de opções e pagos na reversão antes do vencimento. Foi constatado que a FACEB assumia todo o risco da operação e recebia um prêmio ínfimo no lançamento das opções. Quando o papel se valorizava no mercado à vista, quase toda a valorização era repassada às contrapartes e quando a opção "virava pó", em razão da queda do preço do papel, as opções eram mantidas em carteira.

31. A transferência de "*de... toda a rentabilidade gerada pelo carregamento das ações*" aos comitentes que atuaram na contraparte à fundação evidenciaria a ocorrência de **prática não equitativa** no mercado de valores mobiliários. As operações em tela também se caracterizariam como **fraudulentas**, visto que "*... ao serem disfarçadas de operações de 'financiamento', visaram a ocultar dos órgãos responsáveis pela fiscalização da FACEB, bem como, dos órgãos de acompanhamento de mercado desta CVM e das bolsas de valores, o seu verdadeiro objetivo, que era proporcionar expressivos lucros às contrapartes da fundação, em detrimento desta.*" (fl. 3180)

32. E continua o relatório:

"O esquema ora apurado proporcionou perdas inexoráveis à FACEB e ganhos mirabolantes às contrapartes desta, mas foi disfarçado de 'operações de financiamento', artifício este que induziu em erro os participantes dos planos de previdência patrocinados pela fundação, os quais, em função de tal esquema, tiveram consideravelmente diminuída a rentabilidade dos valores por eles aplicados." (fl. 3180)

33. Finalmente, tendo em vista que as operações objeto do presente inquérito teriam sido direcionadas à BVRJ com o objetivo de gerar resultados previamente acertados, também se teria caracterizado a criação de **condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários**.

34. Por esses motivos, diretores e administradores da fundação, corretoras de valores, seus responsáveis e alguns operadores de mesa ou de pregão, além de diversas contrapartes às operações da fundação, foram acusados de uma ou de algumas das práticas acima mencionadas.

35. Para tratar da questão, creio que será necessário abordar as operações tidas como lesivas à fundação por dois ângulos: o primeiro deles, concernente à concepção das operações em si, e o segundo, relativo a um alegado desvio na avaliação dos prêmios das opções lançadas ou recompradas. Sendo assim, passo a tratar do primeiro enfoque.

Da lógica das operações

36. Antes de adentrar na acusação apresentada pela Comissão de Inquérito, parece-me conveniente descrever algumas das operações nas quais estão envolvidas opções que são usualmente realizadas no mercado e que procuram simular uma estrutura de renda fixa.

37. A mais comum delas e da qual trata este processo é a operação denominada pelo mercado de 'financiamento'. Na realidade, não se trata de nenhum financiamento, na correta acepção do termo, mas da venda de uma parcela da rentabilidade futura de uma ação. Trata-se simplesmente da compra de uma ação e da venda de uma opção 'fora do dinheiro' sobre essa ação. O prêmio recebido pela venda da opção amenizará os prejuízos decorrentes de uma eventual redução do preço da ação detida.

38. O executor desse tipo de estratégia crê que a ação que detém apresenta fundamentos que justificam a sua manutenção em carteira (daí tê-la comprado); além disso, acredita que o comportamento do mercado como um todo, e da ação em especial, não se alterará significativamente. Na verdade, ele espera capturar um movimento de alta que venha a ocorrer na ação, ao mesmo tempo em que 'turbina' o retorno da operação (reduzindo o seu custo inicial na proporção do prêmio recebido) e amortece os prejuízos causados por uma indesejável eventual redução no preço do papel. Devemos ter claro que essa estratégia pressupõe a decisão inicial de comprar a ação. O que se verifica, apenas, é que parte da valorização futura do papel é trocada por um incremento de rentabilidade, no caso de a ação se comportar conforme o esperado (valorizando-se um pouco), ou por um amortecimento do impacto negativo (no caso de redução na cotação do papel).

39. Dois outros tipos de rendas fixas simuladas com opções envolvem os conhecidos 'boxes' de três e de quatro pontas. O primeiro deles, estruturado com a compra de uma ação e a compra e a venda de duas opções (*put* e *call*, respectivamente) no preço 'forward', garante a realização da taxa implícita haja o que houver com o preço da ação. O segundo 'box' não envolve a compra de uma ação, mas se simula a taxa de retorno previamente estabelecida por meio de uma combinação de quatro opções. Dependendo dos preços de exercício fixados para as opções, poderá haver alguma tolerância em relação aos resultados esperados, os quais dependerão, em maior ou menor escala, do comportamento da ação.

40. O presente inquérito trata de operações realizadas pela FACEB na modalidade de 'financiamento' acima descrita.

41. Em primeiro lugar, é importante destacar que, no meu entender, não há nada na estrutura executada que a desabone de antemão. Quando a Comissão de Inquérito, já no terceiro parágrafo de seu relatório, afirma que as "operações teriam sido estruturadas com o objetivo de proporcionar ganhos para as suas contrapartes", poderíamos imaginar que ela estivesse se referindo ao desequilíbrio na especificação dos prêmios das opções (o segundo ângulo por meio do qual é possível analisar as operações em tela). Mas não é esse o caso, pois a Comissão de Inquérito de fato entende que o vício já estava presente na própria concepção das operações. Diversos trechos do relatório, dos quais destaco o que se encontra à folha 3133 e que transcrevo abaixo, corroboram esse entendimento:

"Ficou evidente, na análise das operações integrantes do Grupo 1, que se a FACEB tivesse optado por simplesmente adquirir ações no mercado à vista e por vendê-las posteriormente, na data em que aconteceram as reversões, teria obtido rentabilidade consideravelmente superior. Essa rentabilidade foi reduzida em função dos negócios com opções, pois, invariavelmente, a fundação lançou opções a um preço e, na reversão, as recomprou por preços muito maiores. A perda com opções sofrida pela FACEB representou ganho para suas contrapartes, conforme descrito nos parágrafos 25 a 89."

42. Uma afirmação como essa é totalmente descabida, pois é claro que se o investidor soubesse de antemão que uma ação se valorizaria e vendesse esse ganho futuro com base em um modelo randômico (modelo de precificação de opções), ele teria vendido algo certo por um preço descontado por um fator de incerteza acerca do comportamento da ação, o que, certamente, seria injustificável. Essa é uma das acusações que pairam sobre a FACEB: a de ter vendido opções sobre um papel que subiu. Se ela não tivesse vendido as opções, seu ganho teria sido maior.

43. Vejamos o que realmente aconteceu do ponto de vista conceitual a partir de um exemplo numérico simples:

- i. a fundação compra um papel (S) a \$100, vende uma opção de compra (C) a um preço de exercício (K) de \$110 e recebe um prêmio de \$5;
- ii. a fundação terá desembolsado \$95, e o seu retorno estará limitado a 15,78 % (15/95). Em contrapartida à limitação do ganho, os prejuízos se verificam quando a ação cai abaixo de \$95, e não de \$100, como antes da venda da opção;
- iii. se a ação se valorizar acima de \$110, a fundação não ganhará nada a mais por cada incremento da ação acima desse patamar, pois a opção poderá serserá exercida a esse preço. Sendo assim, o mais sensato é realizar logo o ganho máximo obtido (no caso de a meta ser atingida antes do prazo de vencimento da opção, a taxa equivalente superará os 15,78% esperados), sob pena de uma eventual queda na cotação da ação eliminar o ganho verificado;

- iv. para realizar o seu ganho sem incorrer em novos riscos, a fundação deve recomprar a opção lançada e vender a ação. Se, por um lado, apenas recomprar a opção, a fundação estará retomando o risco do papel a um preço superior ao que entendia como de reduzido potencial de valorização. Se, por outro, a fundação vender o papel e mantiver a opção, ela estará operando a descoberto e incorrendo em riscos que lhe são impróprios;
- v. Quando o preço do papel ultrapassa o valor à vista utilizado na precificação das opções, estas se valorizam (abstraido o decaimento no tempo). Ou seja, o próprio sucesso da estratégia executada pela fundação determina que a sua realização passe pela recompra das opções lançadas a um preço superior ao que foi recebido no lançamento;
- vi. No exemplo acima, se a ação se valorizar 30% (o que efetivamente ocorreu em algumas das operações estruturadas analisadas) a opção poderá valer \$25 ou mais. E a recompra da opção por cinco vezes o seu valor de lançamento não representará nenhum desvio da estratégia idealizada.

44. Assim, seja, em termos conceituais, o que a Comissão de Inquérito entende como descabros praticados, são apenas consequências naturais da estratégia adotada. Um bom exemplo desse equívoco aparece no seguinte trecho do relatório da Comissão de Inquérito:

"- os valores investidos pela FACEB foram consideravelmente superiores aos valores investidos por suas contrapartes em opções, visto que a fundação efetuou elevados desembolsos para adquirir os papéis no mercado à vista, enquanto suas contrapartes adquiriram somente opções;"

"- como resultado das operações, tem-se que os elevados desembolsos efetuados pela FACEB foram remunerados a taxas bem pequenas, quando comparadas às taxas que remuneraram os investimentos efetuados pelas contrapartes da fundação, sendo de se observar que, por vezes, as taxas foram negativas." (fl. 3134)

45. Na questão acima, é certo que a fundação efetuou uma operação de 'financiamento' sobre o valor cheio da ação que detinha, enquanto suas contrapartes efetuaram uma operação muito mais arriscada (com maior potencial de ganhos e perdas) e mais alavancada (em termos de sua exposição em relação ao comportamento da ação-objeto). Essa escolha de posturas – uma em que se reduz o impacto das variações do papel e outra em que se ampliam seus efeitos – é que determinou a exposição monetária de cada um na operação, e não um suposto desequilíbrio arquitetado para ampliar os ganhos das contrapartes.

46. Em vista do modelo de operação executado, também não faz sentido subdividir nos grupos 1 (com opções revertidas) e 2 (sem reversão das opções) a apuração da conduta prejudicial aos interesses da fundação. É claro que, na situação em que houvesse redução na cotação da ação-objeto, não haveria justificativa plausível para que houvesse a recompra das opções. A própria Comissão de Inquérito afirmou que, nessa situação, as opções "viraram pó". E por que alguém compraria algo que está perdendo valor e desaparecendo?

47. A Comissão de Inquérito afirma, então, que:

"Nessas operações, – (as do grupo 2) – como não ocorreu reversão ou exercício das opções, os papéis permaneceram na carteira da FACEB até a data de vencimento das opções. De um lado, os valores recebidos por tais lançamentos representaram uma redução, ainda que pequena, no custo das ações para a FACEB. De outro lado, porém, em face dos preços dos ativos subjacentes no mercado à vista da Bovespa, na data de vencimento das citadas opções, tem-se o seguinte cálculo para os resultados obtidos pela FACEB, comparados às perdas de suas contrapartes no mercado de opções:" (fl. 3152)

Segue-se uma tabela com os resultados financeiros em questão, e continua o relatório:

"A tabela supra demonstra claramente que 'as operações estruturadas' efetuadas pela FACEB, envolvendo a compra de papéis no mercado à vista, e o concomitante lançamento de opções, não só limitavam os ganhos no caso de alta das ações, o que ocorreu nas operações relacionadas no Grupo 1 (parágrafos 16 a 89), como também não protegiam a carteira no caso de queda em valor superior ao prêmio recebido por ocasião do lançamento das opções. Percebe-se claramente também que não se tratava de operação de financiamento, nem renda fixa, nas quais se garantiria ao financiador uma taxa de

retorno positiva, pois, neste caso, a taxa de retorno do investimento foi negativa."

48. Há um grande equívoco nessa passagem. Trata-se da confusão entre o resultado relacionado com as opções e o resultado decorrente da variação do papel. Na tabela, a comissão coteja a perda das contrapartes, a qual, por óbvio, corresponde ao valor do prêmio que "virou pó" (e que representa uma perda de 100% do capital investido), com o prejuízo da fundação, o qual, nesse caso, decorre da redução do preço do papel. A Comissão esquece que, desde o começo, a fundação não descartou a exposição ao retorno da ação, mas apenas amenizou um potencial resultado adverso relativo ao seu comportamento.

49. Ainda no exemplo antes mencionado, se a cotação do papel se reduzir para \$80, não faz nenhum sentido denunciar que as contrapartes perderam somente \$5 enquanto a fundação perdeu \$15, conforme mostra a tabela.

50. Em vista dos argumentos acima, é evidente que a fundação realizou operações cuja arquitetura garantiria às contrapartes da FACEB "a transferência de todo o lucro advindo de uma eventual alta além do preço de exercício" (fl. 3173), como afirma a acusação, mas que tal fato não implica em nenhum desequilíbrio conceitual em desfavor da fundação.

Do desequilíbrio na precificação das opções

51. Questão bem diferente de operações conceitualmente desequilibradas em favor de contrapartes é a acusação de que a fundação vendeu opções barato e as recomprou caro. Nesse caso, é possível que tenha havido uma má gestão dos recursos da fundação como assinala a acusação.

52. Os trechos abaixo ilustram o desenvolvimento da acusação em relação a essa troca desigual de valores:

"Embora a montagem das operações tenha assegurado à FACEB, em regra, no caso de alta das cotações das ações-objeto no mercado à vista, a obtenção de retorno equivalente à sua taxa atuarial, procurando-se, assim, não chamar a atenção de seus órgãos fiscalizadores, a SPC, em trabalho de fiscalização realizado na fundação, detectou a ocorrência de desvios que a levaram ao levantamento de fls. 12/128, o qual deu origem ao presente inquérito." (fl. 3174) (grifei)

"Não bastasse a FACEB efetuar operações estruturadas que limitavam os lucros, em caso de alta dos ativos subjacentes e que não limitavam o prejuízo, em caso de baixa desses ativos, a fundação, por ocasião do lançamento das opções, recebia prêmios consideravelmente inferiores aos preços justos calculados pelo modelo de Black & Scholes. Dessa forma, a FACEB 'vendeu barato', enquanto suas contrapartes 'pagaram pouco' pelas opções. Esse desconto assimétrico ocorreu especialmente quando as opções foram negociadas na BVRJ, visto que não possuíam liquidez nem parâmetro de preço de mercado: em 25, dos 41 lançamentos efetuados, a FACEB recebeu menos que 40% dos preços justos das opções. Essa situação não se manteve quando a FACEB passou a realizar as operações estruturadas na Bovespa: em 15, dos 17 lançamentos efetuados, a FACEB recebeu pelo menos 70% dos preços justos das operações." (fl. 3174) (grifei)

"As operações objeto do presente inquérito foram direcionadas à BVRJ em razão da conveniência de lá se abrirem as séries de opções: as opções negociadas pela FACEB não possuíam liquidez e nem parâmetro de preço de mercado, o que, devido à quase nula possibilidade de interferência, possibilitava que, no lançamento das opções, a fundação recebesse valores consideravelmente inferiores ao preço justo calculado pelo modelo de Black & Scholes." (fl. 3175) (grifei)

"Em razão das operações estruturadas, a fundação assumiu o custo do carregamento das ações na sua carteira à vista, mas não se beneficiou da alta das cotações destas, transferindo para suas contrapartes, por meio das operações com opções, todo o ganho que extrapolasse a pretensa renda fixa, bem como, quando houve queda acentuada das cotações das ações, sofreu o prejuízo decorrente da desvalorização da carteira e não obteve taxa de retorno alguma, tendo, inclusive, perdas, consoante demonstrado no resumo a seguir:" (fl. 3175) (grifei)

"Os membros do comitê operacional de investimento da FACEB,, detinham o poder de decisão sobre as operações realizadas e participavam de toda a seqüência de fatos. (fl. 3175)....."

"Verifica-se, assim, a conduta intencional dos membros do comitê operacional de investimento da FACEB no acompanhamento da execução das operações sob sua responsabilidade, ao não maximizarem a rentabilidade dessas operações. Tais desidias são provas inequívocas da participação dos membros no processo, não sendo crível que o flagrante prejuízo da FACEB pudesse passar despercebido de seus dirigentes.". (fls. 3175 e 3176) (grifei)

53. Ou seja, afora os pontos da lógica da operação já discutidos (e que, por vezes, deixam-nos em dúvida quanto ao fato de a fundação estar sendo acusada pela arquitetura do prédio ou pelo seu reboco), os parágrafos acima acusam a fundação de ter vendido opções barato e de tê-las comprado caro, de ter procurado garantir um lucro pequeno como fachada para despistar o regulador, de ter cursado as operações na BVRJ para se aproveitar de um ambiente de menor liquidez, e concluem que a participação dos dirigentes ao lado dos operadores evidenciaria a conduta intencional dos membros do comitê para prejudicar a fundação. Em outros trechos do relatório, a Comissão faz uma extensa análise das relações pessoais e profissionais dos acusados e conclui que as relações encontradas demonstram excesso de coincidências e um padrão que lhe permite inferir que tais relações evidenciarão a existência de um esquema montado para prejudicar a fundação.

54. Indubitavelmente, esse conjunto de acusações repousa sobre a base da compra e venda de opções em desequilíbrio. E é isso que devemos examinar.

55. Destaque-se que a Comissão de Inquérito analisou um conjunto de 49 operações estruturadas, realizadas entre abril-março de 1999 e junho de 2001. Cada uma dessas operações se compôs de diversas compras e vendas de opções, de modo que um grande volume de dados foi submetido ao crivo da Comissão. E a Comissão embasa boa parte da acusação de transferências desequilibradas entre a fundação e suas contrapartes nas diferenças entre os prêmios justos e os preços praticados na negociação de opções que aparecem resumidos nas tabelas às folhas 3129 e 3130 do seu relatório.

56. Os números da tabela são 'fortes' e impressionam quem os examina. Mas, devo dizer, que, ao tentar reproduzir os resultados da tabela e a seqüência completa dessa parte da acusação, surgiram-me dúvidas quanto à inexorabilidade do desequilíbrio ou quanto à sua dimensão. Vamos a elas:

57. A primeira dúvida envolve o tamanho do desequilíbrio identificado pela Comissão. Ao reprecificar as opções deparei-me com seus parâmetros. Quais taxas livres de risco e de volatilidade foram utilizadas? Em algumas situações, como pude verificar, a diferença entre as volatilidades calculadas pela média móvel mensal, bimestral ou trimestral, foi de 25%. Sendo a escolha de qualquer um desses critérios plenamente aceitável, as eventuais diferenças entre os valores calculados pela Comissão e aqueles praticados pela Fundação poderiam ter ali a sua explicação. O próximo passo (já que a Comissão não explicitou os parâmetros de volatilidade que adotou), foi o de comparar as volatilidades implícitas no cálculo dos prêmios justos calculados pela Comissão de Inquérito com os parâmetros fornecidos por diferentes fontes e para diferentes médias móveis. Em alguns casos, os resultados relativos aos novos prêmios justos recalculados com base nesses novos parâmetros proporcionaram diferenças razoavelmente significativas em favor da Fundação. Em algumas operações estruturadas, o prêmio recebido pela Fundação por ocasião da reversão superou o novo valor justo. Ou seja, a Fundação teria vendido barato na partida (remanescente a dúvida acerca do quão barato), mas teria comprado barato na liquidação do financiamento.

58. Essa constatação trouxe-me dúvidas quanto à dimensão do desequilíbrio apontado pela Comissão, quanto à sua 'esquematisação' (pois dificilmente alguém fraudula com uma mão e devolve o produto da fraude com a outra) e quanto ao desvio que teria ocorrido em relação à concepção original da operação. Em relação a este último ponto, verifico que não há, em nenhuma linha do relatório, menção ao retorno esperado com a alta na cotação dos papéis e o retorno efetivamente obtido pela fundação no final de cada operação estruturada realizada.

59. Um possível próximo passo seria refazer todas as contas e calcular os resultados finais em termos das taxas de retorno obtidas pela fundação com o uso das opções. Mas não me parece que isso seja necessário, pois vejo que os desvios que porventura tenham ocorrido devem ser examinados à luz de uma gestão possivelmente ineficiente ou, até mesmo, temerária o que, a meu ver, cabe à Secretaria de Previdência Complementar, e não à CVM, fazer. Quando a CVM examina alguma decisão empresarial que tenha causado prejuízo a uma empresa aberta, ela examina, antes de tudo, o processo decisório em si e se a decisão foi tomada com a observância de todos os cuidados que um administrador probo e diligente deve ter. No caso em questão, essa análise deve ser feita pela SPC.

60. Ou seja, parece-me que não há, no relatório da Comissão de Inquérito, uma demonstração de que as operações estruturadas se desviaram da concepção original de incrementar o retorno das ações detidas quando elas se comportassem de uma determinada maneira, ao mesmo tempo em que reduziriam o impacto de movimentos adversos nos preços dessas ações se elas se comportassem de forma diversa do esperado. Sem essa demonstração

inequívoca, não me parece possível caracterizar as situações de fraude, de prática não eqüitativa e de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários que compõem a acusação. Estou convicto, após a leitura e a releitura dos dados constantes do relatório, de que eles ainda deixam uma grande margem de dúvidas quanto à configuração de prejuízos em muitas das operações estruturadas analisadas e quanto à sua quantificação. Por outro lado, também vejo que não é possível afirmar que esses prejuízos não ocorreram em outras dessas operações, mas, nesse caso, cabe à SPC a tarefa de aprofundar a questão.

61. Julgo importante esclarecer ainda que a leitura da peça acusatória deixou em mim a firme impressão de que o erro de avaliação da Comissão em relação à concepção da operação prejudicou a análise dos dados que suportam a acusação. Ao longo de todo o relatório tive grande dificuldade em discernir se o prejuízo mencionado referia-se à reversão de uma opção por cinco vezes o seu valor de lançamento (que tanto indignou a Comissão) ou ao seu desvio em relação ao valor-justo calculado. Quando a acusação menciona ter detectado a conduta intencional dos diretores da fundação de não maximizarem a rentabilidade das operações, não está claro a que desvio de retornos ela se refere. A mesma dúvida paira sobre a conduta dos comitentes que atuaram na contraparte da fundação, cerca de 80 acusados.

62. Quanto aos comitentes, o relatório da Comissão de Inquérito procurou evidenciar as relações destes com os dirigentes da fundação, mas, também aqui, os resultados não parecem indicar nada muito além de relações casuais de convívio entre investidores que freqüentam as corretoras e que conversam entre si. Apenas um comitente afirma ter mantido com membros do Comitê de Investimentos da FACEB "*eventuais e esporádicos contatos para trocar impressões a respeito de comportamento dos diversos mercados*". O próprio número de contrapartes acusadas de fazer parte do esquema e o pequeno valor de muitas dessas operações já depõe contra a tese.

63. Além disso, não posso deixar de consignar que a Comissão de Inquérito não fez qualquer distinção entre os indiciados, tendo considerado todos como integrantes de um mesmo esquema, o que não condiz com o conteúdo das acusações nem com a realidade dos fatos, a seguir relacionados:

- a. foram indiciados, tanto comitentes quanto intermediários, que só participaram de operações com opções que "viraram pó";
- b. muitos dos indiciados que obtiveram lucro também adquiriram opções que "viraram pó";
- c. há indiciados que só participaram de uma única operação, e quase sempre de pequeno valor;
- d. há intermediários que também só executaram ordens repassadas por outras corretoras;
- e. há investidores que adquiriram opções de outras contrapartes ou venderam para outras contrapartes que não a FACEB e também obtiveram idêntico lucro;
- f. o valor do prêmio no lançamento das opções era monitorado pela BVRJ que calculava os limites máximo e mínimo;
- g. o valor do prêmio da reversão era ofertado pela FACEB e não pelo detentor da opção, a quem cabia simplesmente aceitá-lo ou não.

64. Assim, é possível que a escolha da BVRJ para realizar as operações não tenha tido como propósito atender ao interesse do esquema, como pressupôs a Comissão de Inquérito, mas estimular, de fato, os negócios em seu recinto e fugir da necessidade de depositar garantias em operações interpraças, embora entenda que essa questão deve ser examinada pela SPC à luz das obrigações fiduciárias e de capacitação técnica que as gestões de poupança de terceiros devem ter.

65. Diante disso, não consigo concluir que as operações, cujo preço de reversão era fixado pela FACEB, possam ter sido realizadas em condições desiguais, com indução a erro e sejam consideradas artificiais, o que caracterizaria, respectivamente, o uso de prática não-eqüitativa, a realização de operação fraudulenta e a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, práticas vedadas pela Instrução CVM nº 8/79.

66. Finalmente, julgo importante fazer alguns comentários adicionais relacionando alguns aspectos deste voto com afirmações contidas na minha declaração de voto no PAS CVM nº 04/00, julgado em 17/02/05. O processo em questão tratava de uma situação na qual uma Fundação havia sido sistematicamente prejudicada por investidores que adquiriam papéis na Bovespa e os repassavam à Fundação, no mesmo dia, na BVRJ, por preço bastante superior ao verificado na outra praça. Em seguida a Fundação executava operações de financiamento com prêmios abaixo do valor justo e, quando o papel subia, revertia as opções (ou rolava os financiamentos) a preços igualmente injustos para si. Diferentemente da situação em tela, as operações daquela fundação passavam por uma única corretora que

era capaz de enxergar não apenas o 'front-running' mas toda a sequência de desequilíbrios praticados em desfavor da Fundação.

67. Naquela ocasião, observei que, se os administradores desconheciam modelos de precificação de opções (modelos esses que confeririam parâmetros justos às transferências de risco executadas), eles deveriam, ao menos, não ter deixado de atuar no ambiente no qual, em princípio, a transferência justa de riscos vigorava (o mercado líquido de opções). Tal procedimento poderia eventualmente justificar a implementação de operações de 'financiamento' tendo por sinalização apenas a taxa esperada. E mesmo aí, caberia sempre verificar se as próprias séries selecionadas estariam sendo arbitradas corretamente, sem distorções momentâneas. Afirmei ainda que o lançamento de uma opção por preço vil "vicia", na partida, toda e qualquer estratégia de 'financiamento' virtuosa. pois Que vender opções abaixo de seu preço-justo coloca o investidor (no caso, a Fundação) na situação de almejar algum incremento de rentabilidade a uma taxa de risco desproporcional ao benefício esperado. Que a Fundação se colocou numa situação na qual as contrapartes puderam arbitrar mercados (o preço das opções) em seu desfavordetrimento de si. E que uma demonstração mínima de cuidado envolveria o comissionamento da execução da estratégia por meio de diferentes corretoras pois (tal procedimento permitiria que a Fundação efetuasse um teste mínimo de consistência sobre a precificação das opções).

68. Em quê o presente caso difere do anterior? Em síntese, não há o 'front-running' (não há qualquer 'front-running') verificado na outra situação situação anterior e nem a desculpa de que tal desequilíbrio não poderia ser enxergado pela Fundação. Não há o desequilíbrio completosistemático na precificação das opções (em diversas ocasiões a Fundação 'vendeu caro') e não há uma única corretora como agente da Fundação. Retirados esses elementos, o que remanesce, creio, não é suficiente para caracterizar fraudes ou desequilíbrios de mercado ensejadores de perturbações de mercado tuteladas pela CVM. Não tenho dúvidas, porém, que os gestores da Fundação colocaram em risco excessivo a poupança previdenciária que lhes fora estava confiada. Além dessa 'temeridade' eles abdicaram da gestão transparente que, indubitavelmente sem dúvida, é exigida de todo gestor de recursos de terceiros. Essa falta de transparência está se verificapresente sempre que opções com alguma liquidez em algum ambiente de negociaçãoem todos os momentos em que opções são negociadasprecificadas em ambientes ilíquidos, ocasião na qual a fixação das taxas dos 'financiamentos' fica totalmente ao arbítrio dos operadores da Fundação (os quais tinham a obrigação de saber o que estavam fazendo e de acompanhar a execução dos seus negócios). Como demonstrar que a taxa obtida foi a melhor possível se não havia nem transparência adequada nem outras execuções para cotejar?

69. Mas tais questões, no meu entender, envolvem aspectos de gestão e fidúcia que devem ser examinadas pelo órgão responsável pela supervisão das entidades de previdência complementar. Finalmente, destaco que certos cálculos que suportam alguns dos entendimentos que tive constam do Anexo ao presente voto.

701. 34- Por todo o exposto, voto pela aceitação da preliminar de prescrição das operações realizadas antes de 03.08.99, o que importa na exclusão dos acusados Ágora CTVM Ltda., atual Ágora Senior CTVM S/A e seu diretor Roberto Campos Rocha, Carlos Alberto Oliveira Souza, Fábio Deslandes, Gilson Pereira Vieira da Silva, Jane Dantas Faria, Lavínia Ferraiuolo de Oliveira Costa, Lelis Alberto de Moura Nobre, Marcelo Moses Boscoli, Marcelo Vieira da Silva de Oliveira Costa e Roberto Vieira da Silva de Oliveira Costa.

71. Voto pela aceitação da preliminar de extinção da punibilidade em função de mudança de controle acionário, o que beneficia a acusado Gamex Corretora, atual Millennium Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S/A.

72. No mérito, por insuficiência de provas, voto pela absolvição dose todos os demais acusados em todas as acusações que lhes são imputadas.

732. Proponho, ainda que o resultado do presente julgamento seja encaminhado à SPC e ao Ministério Público Federal no Estado no Rio de Janeiro.

É como Voto.

Rio de Janeiro, 02 de julho de 2008.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

Notas:

1) Ver a respeito PAS SP 2007/0117, julgado em 26.02.08; PAS 09/97, julgado em 13.12.06; PAS 13/03, julgado em 14.12.05; e PAS 14/01, julgado em 12.04.05.

2) Ver, por exemplo, PAS 15/02, julgado em 21.08.07; e PAS 34/00, julgado em 16.09.04 e PAS 14/03, julgado em 15.05.07

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 03/05

ANEXO

1) Operação estruturada nº 15 (Net PN)

A operação envolveu ações da Net PN (Globo Cabo), opções Série CDB, com vencimento em 17/04/00 e com preço de exercício de R\$ 1,95. Em 10/12/99, a FACEB comprou ações e lançou opções, revertendo tudo nos dias 21 e 23/12/99 e no dia 26/01/00. A Comissão de Inquérito avaliou os seguintes resultados:

Data	Preço ação	CDI (%)	Nº dias	Prêmio pago/receb	Prêmio-justo Com. Inq.
10/12	1,76	20,79	85	0,07	0,31
21/12	2,78	19,84	78	1,05	1,25
23/12	2,74	20,01	76	1,00	1,28
26/01	3,77	19,24	53	1,98	1,94

Para que pudéssemos fazer algumas simulações, apuramos as volatilidades do papel em quatro fontes: na Economática, no cálculo realizado pelo Departamento de Mercado de Capitais do Bndes, na Bloomberg e de acordo com a volatilidade implícita nos resultados da Comissão de Inquérito. Os resultados encontram-se na tabela abaixo:

Volatilidades

Data	Economática	Bndes	Bloomberg	Com. de Inq.
<u>10/12/99</u>	91,1	77,3	84,8	82
• 1 mês	75,8	63,3	68,4	
• 2 meses	67,9	56,5	72,3	
• 3 meses				
<u>21/12/99</u>	132,5	119,2	122,3	137
• 1 mês	106,7	91,7	93,9	
• 2 meses	93,7	78,4	90,2	
• 3 meses				

<u>23/12/99</u>	136,4	121,4	126,5	154
• 1 mês	108,1	93	96,2	
• 2 meses	95,1	79,3	83,9	
• 3 meses				
<u>26/01/00</u>	103,7	88,5	133,5	111
• 1 mês	125,9	104,5	110,1	
• 2 meses	108	90,7	94,4	
• 3 meses				

Com base nas volatilidades acima, calculamos os prêmios justos correspondentes:

Prêmios justos

Data	Economática	Bndes	Bloomberg	Com. de Inq.	Realizado
<u>10/12/99</u>	0,34	0,29	0,32	0,31	
• 1 mês	0,28	0,23	0,25		0,07
• 2 meses	0,25	0,2	0,27		
• 3 meses					
<u>21/12/99</u>	1,23	1,18	1,19	1,25	1,05
• 1 mês	1,13	1,07	1,08		
• 2 meses	1,08	1,03	1,07		
• 3 meses					
<u>23/12/99</u>	1,2	1,15	1,17	1,28	1,00
• 1 mês	1,09	1,04	1,05		
• 2 meses	1,04	0,99	1,01		
• 3 meses					
<u>26/01/00</u>	1,93	1,91	1,99	1,94	1,98
• 1 mês	1,98	1,93	1,94		
• 2 meses	1,94	1,91	1,92		
• 3 meses					

Os resultados contidos na tabela acima demonstram que se a FACEB tivesse adotado a média móvel mensal como parâmetro para a volatilidade, ela teria, de fato, vendido barato e comprado caro as opções lançadas e as opções revertidas, à exceção das recompras realizadas em 26/1. Tudo somado, e mesmo considerado o resultado de 26/01, que não reflete o padrão de perdas identificado, a FACEB teria sofrido um prejuízo significativo no tocante a esse conjunto de operações. Por outro lado, se levamos em conta os resultados fornecidos pelo Bndes para a volatilidade

de três meses (parâmetro que poderia ter sido, razoavelmente, adotado pela FACEB), vemos que a fundação vendeu mal as opções lançadas (ainda que a preços menos reduzidos do que os apontados pelos outros cálculos), mas recuperou boa parte das perdas nas reversões realizadas. Esse resultado não seria condizente com a prática, apontada pela Comissão de Inquérito, de buscar infligir, deliberadamente, perdas à fundação.

2) Operação estruturada nº 20 (Petrobrás PN)

-

A operação envolveu ações da Petrobrás PN e opções série CHI, com vencimento em 16/08/99 e preço de exercício de R\$ 270,00. Em 29/4/99, a fundação comprou 10 milhões de ações preferenciais da Petrobrás ao preço de R\$ 244 e lançou um número equivalente de opções ao preço de R\$ 10,70. No dia seguinte, a operação foi totalmente revertida aos preços de R\$ 270 e R\$ 34,50 para as ações e opções, respectivamente. A Comissão de Inquérito apurou os seguintes resultados:

Data	Preço ação	CDI (%)	Nº dias	Prêmio pago/receb	Prêmio-justo Com. Inq.
29/4	244	27,09	77	10,70	21,27
30/4	270	26,95	76	34,50	36,01

O sistema Economática e o prêmio calculado pela Comissão de Inquérito nos fornecem as seguintes volatilidades para a ação da Petrobrás nos dias em que foram realizados os negócios:

Data	Economática	Com. de Inq.
<u>29/4/99</u>	44	44,9
• 1 mês	52,9	
• 2 meses	56,8	
• 3 meses		
<u>30/4/99</u>	60	44,6
• 1 mês	58,6	
• 2 meses	60,6	
• 3 meses		

Com base nesses dados calculamos os prêmios justos correspondentes:

Data	Economática	Com. de Inq.	Realizado
<u>29/4/99</u>	20,8	21,27	10,70
• 1 mês	25,6		
• 2 meses	27,7		
• 3 meses			
<u>30/4/99</u>	44,5	36,01	34,50
• 1 mês	43,7		
• 2 meses	44,8		
• 3 meses			

Temos aqui uma situação semelhante à verificada na operação estruturada anterior se considerado o parâmetro da volatilidade fornecido pela Economática: uma opção vendida barata, mas recomprada abaixo de seu preço justo (neste caso, para opções calculadas com base na média móvel de um, dois ou três meses). Ou seja, nesta operação o valor desperdiçado inicialmente foi quase todo recuperado nas reversões.

Outra forma de examinar a operação é analisá-la pelo ponto de vista das taxas de retorno obtidas. Assim, por exemplo, teríamos os seguintes resultados:

a) Retorno da operação na situação em que a opção é exercida no último dia e o prêmio recebido corresponde ao valor justo calculado pela Comissão de Inquérito:

$$= (2.440.000 - 212.700) / 2.700.000 = 17,51\% \text{ em 77 dias} = 69,55\% \text{ aa} = 257\% \text{ do CDI}$$

b) Retorno da operação com base na reversão e nos prêmios justos da CI:

$$= 2.227.000 / 2.339.000 = 5,03\% \text{ a.d.} = 233.000\% \text{ a.a.}$$

c) Retorno da operação com base na reversão e nos prêmios reais:

$$= 2.333.000 / 2.355.000 = 0,94\% \text{ a.d.} = 105\% \text{ em 77 dias} = 906\% \text{ a.a.}$$

d) Retorno da operação com base na reversão e prêmios justos da Economática:

$$= 2.232.000 / 2.255.000 = 1,03\% \text{ a.d.} = 120\% \text{ em 77 dias} = 1222\% \text{ a.a.}$$

Ou seja, com base nessa perspectiva, verifica-se que a taxa efetiva anualizada obtida pela fundação no quase 'day trade' que realizou superou o retorno anual que a Comissão de Inquérito calculou para o período de 77 dias na situação de não reversão da operação. Além disso, deve-se levar em conta que a reversão ocorreu no exato momento em que a ação da Petrobrás alcançou o preço de exercício das opções. Sendo assim, para a fundação, naquele momento, ao não dispor da certeza de que o preço da ação não cairia nos dias seguintes (como não poderia ter), a reversão se apresentava como a alternativa mais sensata. Somente com dados *ex-post* é que se pode afirmar que a situação de não reversão se mostraria mais vantajosa, pois a fundação dificilmente conseguiria obter uma taxa efetiva equivalente para o período mais longo sem incorrer em novos riscos de renda variável.

3) Operações estruturadas nº 12 e nº 13 (Eletropaulo PN)

A operação envolveu ações da Eletropaulo PN e opções Série CHE, com vencimento em 16/08/99 e preço de exercício de R\$ 64,00. Em 23/3/99 e 24/3/99, a FACEB comprou ações e lançou opções, revertendo tudo nos dias 6/4/99 e 7/4/99. A Comissão de Inquérito avaliou os seguintes resultados:

Data	Preço ação	CDI (%)	Nº dias	Prêmio pago/receb	Prêmio-justo Com. Inq.
23/3	53,55	36,67	102	1,25	8,05
24/3	53,50	36,08	101	1,00	7,84
6/4	67,50	30,51	92	13,80	15,29
7/4	68,00	30,51	91	14,05	15,47

Como, neste caso, os parâmetros de volatilidade fornecidos pelo sistema Economática não diferem significativamente dos valores adotados pela Comissão de Inquérito, não podemos cogitar de haver discrepância entre os prêmios justos calculados pela Comissão de Inquérito e os prêmios efetivamente obtidos pela fundação. Sendo assim, a fundação de fato vendeu as opções barato e as recomprou 'no preço'.

Nesse caso, a única análise adicional que nos ocorre fazer envolve a comparação entre as taxas de retorno que a operação encerra. Assim, vejamos:

a) Retorno da operação na situação em que a opção é exercida no último dia e o prêmio recebido corresponde ao valor justo calculado pela Comissão de Inquérito:

$$= 1.823.200 / 2.560.000 = 40,41\% \text{ em } 101 \text{ dias} = 133\% \text{ a.a.}$$

b) Retorno da operação com base na reversão e nos prêmios justos da Comissão de Inquérito:

$$= 1.823.200 / 2.091.600 = 14,72\% \text{ em } 7,25 \text{ dias} = 10.800\% \text{ a.a.}$$

c) Retorno da operação com base na reversão e nos prêmios reais:

$$= 2.096.000 / 2.148.000 = 2,48\% \text{ em } 7,25 \text{ dias} = 134\% \text{ a.a.}$$

d) Retorno da operação com base na reversão e prêmios justos da Economática:

$$= 1.838.600 / 2.118.300 = 15,21\% \text{ em } 7,25 \text{ dias} = 13.600\% \text{ a.a.}$$

Em relação a esses números, observa-se que o retorno da operação em 7,25 dias correspondeu ao retorno que a fundação esperaria receber no prazo da opção, ou seja, em 101 dias. Tal resultado pode corroborar a afirmação da defesa de que a fundação não se baseou em nenhum método de cálculo de opções, mas mirou apenas na taxa de retorno da operação. De qualquer forma, penso que cabe à SPC julgar se o desvio de retornos em relação aos retornos que seriam obtidos por meio de uma precificação adequada das opções se deve à má-fé, gestão temerária ou mera ineficiência operacional.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 03/05

Indiciados: Agenda CCVM Ltda. (sucieda por Agenda DTVM Ltda. atual Agenda Estudos e Projetos Econômicos Ltda.) e outros

DECLARAÇÃO DE VOTO DO DIRETOR ELI LORIA

Conforme bem relatado, trata-se de processo instaurado a partir do envio de Relatório (fls. 12/128) da Secretaria de Previdência Complementar – SPC, que, no seu exercício de fiscalização na Fundação de Assistência dos Empregados da CEB – FACEB, apurou a existência no período de 1999 a 2001 de operações nos mercados de ações e de opções com indícios de irregularidades.

A Comissão de Inquérito entendeu que todas as 49 operações por ela relacionadas foram estruturadas de modo a criar situações artificiais de negociação gerando prejuízo à FACEB e lucro às suas contrapartes, acusando uma série de envolvidos.

De início, no que tange à alegação de cerceamento de defesa, sigo o posicionamento do Diretor-Relator para desqualificar os reclamos de acesso limitado aos autos para os próprios investigados; de dificuldade de acesso em razão da distância dos domicílios de alguns dos acusados; do longo tempo decorrido entre a realização das operações e a formulação da acusação e de violação ao princípio de "non bis in idem".

Ainda em sede preliminar, acompanho o Diretor-Relator quanto ao entendimento de excluir do feito a Gamex considerando que a alienação de seu controle acionário anteriormente à instauração do inquérito administrativo exclui a sua punibilidade.

A maioria dos acusados traz em suas defesas a alegação de prescrição e é sobre esse ponto que passo a discorrer.

A Lei nº 9.873/99 prevê prazo prescricional para a pretensão punitiva da Administração Pública Federal, direta ou indireta, de 5 (cinco) anos, tratando em seu art. 2º das hipóteses de interrupção deste prazo, sendo que o inciso II dispõe que a interrupção da prescrição pode ocorrer *"por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato."*

Nesse ponto, a CVM tem se manifestado no sentido de que ocorre a interrupção do prazo prescricional quando é praticado pela administração pública qualquer ato que importe em investigação do suposto ilícito e acompanho o Diretor-Relator no sentido de que a lei não exige que o ato inequívoco seja revestido de publicidade.

Por essa razão o então diretor Luiz Antonio Campos, no julgamento do PAS CVM nº 12/98¹, analisando o conteúdo do citado dispositivo, aduz o que segue:

"Merece especial atenção, no meu sentir, a hipótese constante do inciso II, do art. 2º, acima mencionado, que faz referência a 'qualquer ato inequívoco que importe na apuração do fato' como causa apta a ensejar a interrupção do prazo prescricional.

Nesse sentido, parece-me que qualquer ato praticado pela administração pública, quando tenha por finalidade a apuração ou o esclarecimento do fato, objeto da ação punitiva, insere-se na hipótese prevista no inciso II, do art. 2º, da Lei n.º 9.873/99, desde que seja inequívoco. Dentre esses fatos, por certo se enquadram as diligências, a oitiva de pessoas, inclusive como testemunhas, indiciados ou informantes, a troca ou a solicitação de informações a outros órgãos ou à Bolsa de Valores, e tudo o mais que leve a apurar um fato, um ato ilícito e buscar os seus responsáveis."

Note-se que não há menção às entidades ou aos órgãos governamentais, *per se*, mas à administração pública no geral. Desta forma, no meu entender, a investigação efetuada pela SPC para apuração dos fatos foi suficiente para a interrupção do prazo prescricional.

Assim, conforme consta do Relatório deste órgão de fls. 12/128, seus técnicos já haviam intentado prévio esforço de investigação, consistente na Análise Técnica nº 019/2003/JNS/GT-BSB/SPC, de 20/08/03.

É inegável a existência de uma unidade na pretensão punitiva, *ius puniendi*, do Estado, vale dizer, um regime jurídico sancionador fundamental, afeto aos princípios gerais da Teoria Geral do Direito. Pretensão punitiva esta que se distribui em campos diversos, conforme se especializam os bens jurídicos protegidos.

Note-se, por oportuno, que tal unidade permite mesmo a comunicação, com temperamento, de princípios do Direito Penal ao Direito Administrativo Sancionador, conquanto sejam tais princípios conformes à natureza deste último. Fala-se, nesse caso, na aplicação quase que compulsória dos princípios constitucionais de índole garantista.

Ora, se é admitida interferência da seara penal na administrativa, por conta da idéia de unidade da pretensão punitiva estatal, não é concebível ignorar que dentro da mesma esfera administrativa, ainda que expressada por órgãos

diferentes, o Estado está a exercer o mesmo *ius puniendi*.

Nesse sentido, os atos de apuração dos fatos engendrados pela SPC não de ser considerados para efeito de aplicação da hipótese do inciso II do art. 2º da Lei nº 9.873/99, que trata da interrupção do prazo prescricional quando da ocorrência de atos inequívocos de apuração dos fatos.

Ademais, é de se ressaltar a possibilidade de aplicação dos prazos prescricionais penais, conforme previsto pelo § 2º do art. 1º da já citada lei de prescrição administrativa. Tal artigo dispõe que "*Quando o fato objeto da ação punitiva da Administração também constituir crime, a prescrição rege-se-á pelo prazo previsto na lei penal*".

Nos termos da lei, é então possível a contagem do prazo prescricional para os ilícitos administrativos de acordo com os prazos prescricionais penais em processo administrativo se o fato se constituir em crime em tese.

No caso em tela é de sensível percepção a possível caracterização de vários ilícitos penais, quais sejam, aquele previsto no art. 171, caput, do Código Penal Brasileiro, "Estelionato", segundo o qual pratica o crime aquele que visa "obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento", com pena de 1 a 5 anos de reclusão e multa, e aqueles previstos no caput e no parágrafo único do art. 4º da Lei nº 7.492/86, isto é gestão fraudulenta e gestão temerária de instituição financeira, que prevêem, respectivamente, penas de 3 a 12 anos e de 2 a 8 anos de reclusão e multa.

Deste modo, ainda que não se entendesse aplicável o disposto no art. 2º, II da Lei 9.873/99, seria possível a aplicação do disposto no §1º do art. 1º da mesma lei. Donde se conclui que o prazo prescricional do crime em abstrato, na hipótese, seria de 12 a 16 anos, conforme disposto no art. 109, II e III, do Código Penal².

Dessa maneira, divirjo do voto do ilustre Relator e não reconheço a ocorrência de prescrição dos fatos apontados e, assim, entendo não ser possível a exclusão de nenhum dos acusados.

Superado este ponto, cabe-me, ainda, rebater a alegação de alguns defendentes no sentido de que a acusação estaria fundamentada em prova meramente indiciária, supostamente inadmissível em seara administrativa.

A prova indiciária, em atenção ao princípio do livre convencimento motivado do julgador (ou da persuasão racional) ³, e em conformidade com o que se lê no art. 239⁴ do Código de Processo Penal, não obstante ser prova indireta, baseada em inferências de dados provados para a conclusão lógica de dados desconhecidos, não é de somenos importância, sendo suficiente para a condenação.

Inegável que, nos termos do art. 2º da Lei nº 9.784/99 a Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência e, consoante art. 50, na imposição de sanções deverão ser indicados os fatos e os fundamentos jurídicos.

Já o referido princípio da persuasão racional nos leva a afirmar que o julgador não deve ficar adstrito a uma ou outra prova, ou meio de prova, mas deve analisar todo o conjunto probatório sistematicamente. Daí que não se pode atribuir maior ou menor valor a uma prova ou a outra *a priori*, porquanto esse juízo de valor só pode ser feito pelo julgador, segundo as imposições de justiça que ele vier a considerar.

Não se deve entender com isso que qualquer indício é bastante a ensejar a condenação ou absolvição de outrem, mas sim que a prova indiciária, conquanto seja prova, é suficiente para a condenação quando informada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, donde possível uma conclusão acertada acerca do fato provado, e nesse sentido já tive a oportunidade de me manifestar quando do julgamento do PAS CVM nº 18/01, em 04/11/04.

Desta forma, afastado a alegação concernente à invalidade da prova indiciária no processo administrativo sancionador.

Destaco que o Diretor Sérgio Weguelin, em voto proferido em processo anterior ⁵, já havia deixado claro que não fazia sentido a argumentação, similar àquela apresentada no caso em comento, de que se pretendia meramente realizar um conjunto de operações de financiamento, não atentando ao estabelecimento de um preço justo para as opções, descuidando-se dos riscos inerentes ao mercado de derivativos, afastando Todas as alegações que procuram desqualificar o modelo de precificação de opções de Black&Scholes

No entanto, o Diretor-Relator, em seu voto, detalha a diferença entre o caso sob análise e o precedente.

Daí porque, ao submeterem a carteira da FACEB a riscos elevados os seus administradores criaram um instrumento que acarretou perdas à instituição. A comprovar tal tese, está a alegação dos integrantes do Comitê de Investimento

da FACEB de que não utilizavam, à época, nenhum modelo de precificação de opções.

Concordo com o ilustre Relator quando ele nota que os padrões de conduta dos administradores da FACEB não se revelam de acordo com o esperado, em analogia ao comportamento exigido para os administradores das sociedades anônimas, constante dos artigos 153, 154 e 155 da Lei Societária, o que já obteve uma resposta do órgão competente para a fiscalização dessas entidades.

Quanto à atuação das corretoras, entendo que não há como apenar aquelas que não atuaram como contrapartes pela simples execução ou repasse de ordens, porquanto, até onde foi provado, o que houve foi mera obediência de ordens, de maneira que não se pode ligar tal fato ao cometimento de supostos ilícitos estruturados de forma complexa e cuja materialidade se expressaria pela atuação reiterada como contraparte à FACEB em determinadas operações.

Com relação aos demais acusados, ainda que houvesse um conjunto de relações a justificar a desconfiança da Comissão de Inquérito com relação à lisura das operações, acompanho o Diretor-Relator no sentido de absolvê-los de todas as acusações formuladas, por não encontrar um conjunto probatório suficiente a embasá-las.

É como voto.

Rio de Janeiro, 02 de julho de 2008.

Eli Loria

Diretor

Notas:

1) Julgado em 20/05/04. No mesmo sentido foi julgado o PAS CVM nº 16/01 em 03/01/05, tendo como relatora a então Diretora Norma Parente.

2) Art. 109 - A prescrição, antes de transitar em julgado a sentença final, salvo o disposto nos §§ 1º e 2º do art. 110 deste Código, regula-se pelo máximo da pena privativa de liberdade cominada ao crime, verificando-se: (Redação dada pela Lei nº 7.209, de 11.7.1984)

I - em vinte anos, se o máximo da pena é superior a doze;

II - em dezesseis anos, se o máximo da pena é superior a oito anos e não excede a doze;

III - em doze anos, se o máximo da pena é superior a quatro anos e não excede a oito;

IV - em oito anos, se o máximo da pena é superior a dois anos e não excede a quatro;

V - em quatro anos, se o máximo da pena é igual a um ano ou, sendo superior, não excede a dois;

VI - em dois anos, se o máximo da pena é inferior a um ano.

3) Pertinente aqui a crítica de Adalberto José Q. T. de Camargo Aranha ao sistema do livre convencimento do juiz que, muito embora reação ao sistema da prova tarifária, prejudicial porque mais preocupado com o valor das provas do que com a verdade dos fatos, implicava num arbítrio infinito do julgador. Esse sistema de persuasão racional, mesmo que importe no livre convencimento do juiz, obriga-o a motivar sua posição, adequando-a aos parâmetros legais. In *Da Prova no Processo Penal*, 5ª ed., São Paulo, Saraiva, 1999, pp.73-76.

4) Art. 239 Considera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias.

5) PAS CVM nº 04/00, julgado em 17 de fevereiro de 2005.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

CVM Nº 03/05

Voto proferido pelo Diretor Marcos Barbosa na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/05 realizada no dia 02 de julho de 2008.

Eu acompanho o voto do diretor-relator, com algumas ressalvas.

Não concordo com a tese da extinção da punibilidade e da alienação do controle, como já disse em outros votos, mas, tendo em vista que os acusados foram absolvidos no mérito, não vou me estender sobre o assunto e, pela mesma razão, não acho necessário me manifestar sobre a prescrição.

Tampouco subscrevo a parte do voto do Relator em que ele se manifesta sobre os aspectos da gestão da FACEB, pois, respeitando a competência da SPC, acredito que essa é uma matéria sobre a qual a CVM não precisa se pronunciar.

No mais, acompanho a proposta do diretor-relator de absolver, por insuficiência de provas, todos os acusados de todas as imputações que lhes foram feitas.

Marcos Barbosa Pinto

Diretor

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

CVM Nº 03/05

Voto proferido pela Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/05 realizada no dia 02 de julho de 2008.

Eu também acompanho o voto do diretor-relator, com a ressalva de que eu não concordo com a extinção da punibilidade por alienação de controle, ressaltando que já me pronunciei nesse sentido em outros casos. Igualmente, considerando a absolvição dos acusados no mérito, deixo de me manifestar quanto à prescrição, por ser indiferente para o desfecho desse caso concreto.

Declaro, então, o resultado do julgamento nos termos do seu voto, com a absolvição de todos os acusados por insuficiência de provas. Informo que a CVM interporá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

Presidente da Sessão de Julgamento